

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ANDREY DEL VECCHIO DE LIMA

**A DÍVIDA PÚBLICA COMO MECANISMO DE AUMENTO DA CONCENTRAÇÃO  
DE RENDA NO BRASIL**

CURITIBA

2018

ANDREY DEL VECCHIO DE LIMA

**A DÍVIDA PÚBLICA COMO MECANISMO DE AUMENTO DA DESIGUALDADE DE  
RENDA NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA

2018

## RESUMO

O Brasil é um dos países do mundo que mais gasta recursos do seu orçamento com despesas de juros da sua dívida pública. As elevadas taxas praticadas aqui nas últimas duas décadas, em conjunto com a alta concentração da renda e da riqueza, acabam gerando um mecanismo de manutenção da desigualdade socioeconômica. Mesmo com todo crescimento do PIB e da renda observadas nos anos 2000, a desigualdade continuou intacta no estrato mais rico. Este trabalho busca discutir como as taxas de juros vêm atuando nas transferências, cada vez maiores, de recursos orçamentários oriundos dos tributos em geral em benefício, principalmente, das instituições financeiras e de um pequeno grupo que acumula a maior parte da renda no país. Procurou-se analisar quem são os detentores da dívida pública brasileira e como eles estão distribuídos em termos de renda e de riqueza financeira. Para tanto, utilizou-se uma metodologia de viés descritivo, associado a um conjunto de análises de natureza predominantemente empírica e quantitativa, a partir de documentos oficiais e artigos de jornal sobre o tema. Desta maneira, os dados apresentados revelaram que o Brasil é um país que combina elevada concentração do patrimônio financeiro com um crescimento da renda sobre o capital a taxas muito superiores aos rendimentos do trabalho. Como consequência, gera o favorecimento a uma pequena parcela da população que, ao obter a maior parte de seus rendimentos a partir dos ganhos do capital, é a maior beneficiária dos juros aqui praticados.

**Palavras-chave:** Dívida Pública. Concentração de Renda. Desigualdade Social. Juros. Instituições Financeiras. Ganhos do Capital.

## ABSTRACT

Brazil is one of the countries of the world that more spends resources of its budget with interest of its government debt. The high interest rates practiced here in the last decades, together with the high concentration of income and wealth, generate a mechanism of maintenance of the social-economic inequality. Despite the GDP and income growth observed in the 2000s, the inequality continued intact in the richest stratum. This paper aims discussing how the interest rates have been working in the transfers, increasingly higher, of budget resources brought by taxes in general, benefiting mostly the financial companies and a small group that accumulate most of the country's wealth. We tried to analyse who are the holders of the Brazilian government debt and how they are distributed in terms of income and financial wealth. A descriptive bias methodology was used, associated to a set of analyzes of predominantly empirical and quantitative nature, from official documents and newspaper articles on the subject. This way, the data presented showed that Brazil is a country that combines a high concentration of the financial assets with a growth of the income over capital at rates much higher to the income from work. As a consequence, it generates the favoring of a small part of the population that, due to getting the biggest part its income from capital gain is the biggest beneficiary of the interest rates practiced here.

**Keywords:** Government Debt. Concentration of Income. Social Inequality. Interest Tax. Capital Income.

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - CONTRIBUIÇÃO PARA A DESIGUALDADE ENTRE OS 10% MAIS RICOS (%) .....	24
GRÁFICO 2 - CRESCIMENTO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL EM VALORES CORRENTES .....	33
GRÁFICO 3 - TOTAL DA RIQUEZA FINANCEIRA EM CONTAS DE INVESTIMENTO .....	45
GRÁFICO 4 - NÚMERO DE CONTAS POR GRUPO - DEZEMBRO/2017 .....	45
GRÁFICO 5 - PERCENTUAL DE ATIVOS POR SEGMENTO - DEZEMBRO/2017 ..	47
GRÁFICO 6 - PERCENTUAL DE CADA SEGMENTO POR ATIVO – DEZEMBRO/2017 .....	47
GRÁFICO 7 - VARIAÇÕES NO VOLUME FINANCEIRO POR GRUPOS DE RENDA - DEZ./2017 .....	51

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA/PIB (DEZ./2017) E TAXAS DE JUROS DE CURTO PRAZO (ABRIL/2018).....	30
TABELA 2 - DESPESAS DA UNIÃO COM JUROS, AMORTIZAÇÕES DA DÍVIDA PÚBLICA (INTERNA E EXTERNA) NO PERÍODO DE 1995 A 2017. PREÇOS DE ABRIL DE 2018 (IPCA) .....	31
TABELA 3 - DESPESAS DA UNIÃO COM JUROS E AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA. VALORES PAGOS (R\$ MILHÕES) A PREÇOS DE ABRIL DE 2018 (IPCA) .....	32
TABELA 4 - EXECUÇÃO DO ORÇAMENTO DA UNIÃO: DESPESAS SELECIONADAS (2002-2017). VALORES PAGOS (R\$ MILHÕES) A PREÇOS DE ABRIL DE 2018 (IPCA) .....	34
TABELA 5 - EXECUÇÃO DO ORÇAMENTO DA UNIÃO: DESPESAS EM PERCENTUAIS (2002-2017) .....	35
TABELA 6 - EXECUÇÃO DO ORÇAMENTO DA UNIÃO: JUROS PAGOS VERSUS INVESTIMENTOS (2002-2017). VALORES PAGOS (R\$ MILHÕES) A PREÇOS DE ABRIL DE 2018 (IPCA) .....	36
TABELA 7 - DETENTORES DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS - (R\$ BILHÕES) .....	40
TABELA 8 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS MAIORES FUNDOS DE RENDA FIXA E DE PREVIDÊNCIA PRIVADA - MARÇO DE 2018 .....	41
TABELA 9 - ARRECADAÇÃO IRPF SOBRE RENDIMENTOS DE CAPITAL PARA O PERÍODO DE 1995 A 2016 (A PREÇOS DE ABRIL/2018 - IPCA) UNIDADE: R\$ MILHÕES .....	49
TABELA 10 - RESUMO DAS DECLARAÇÕES POR FAIXA DE RENDIMENTOS TOTAIS (EM MILHÕES) EXERCÍCIO 2017, ANO-BASE 2016.....	52
TABELA 11 - PERCENTUAL DE CADA FAIXA DE RENDA SOBRE DIFERENTES RENDIMENTOS - EXERCÍCIO 2017, ANO-BASE 2016.....	53
TABELA 12 - RENDIMENTOS SUJEITOS À TRIBUTAÇÃO EXCLUSIVA (R\$ BILHÕES).....	55
TABELA 13 - RENDIMENTOS ISENTOS E NÃO TRIBUTÁVEIS (BILHÕES) .....	55

## LISTA DE SIGLAS

ANBIMA	- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BCE	- Banco Central Europeu
BIS	- Bank for International Settlements
CDB	- Certificado de Depósito Bancário
COPOM	- Comitê de Política Monetária
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
DIRPF	- Declaração do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física
DLSP	- Dívida Líquida do Setor Público
DPF	- Dívida Pública Federal
DPFe	- Dívida Pública Federal Externa
DPFi	- Dívida Pública Federal Interna
DPMFi	- Dívida Pública Mobiliária do Governo Federal interna
FMI	- Fundo Monetário Internacional
IBGE	- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	- Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPEA	- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IR	- Imposto de Renda
IRPF	- Imposto de Renda Pessoa Física
LCA	- Letras de Crédito do Agronegócio
LCI	- Letra de Crédito Imobiliário
OCDE	- Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PIB	- Produto Interno Bruto
PNAD	- Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
STN	- Secretaria do Tesouro Nacional
WWID	- World Wealth and Income Database

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
<b>2 A FUNÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA .....</b>	<b>12</b>
2.1 FORMAÇÃO DA TAXA DE JUROS E RESERVAS BANCÁRIAS.....	12
2.2 A CONTA ÚNICA DO TESOURO .....	15
2.3 EMISSÕES PRIMÁRIAS E OPERAÇÕES NO MERCADO SECUNDÁRIO.....	16
<b>3 DESIGUALDADE ECONÔMICA NO BRASIL E NO MUNDO.....</b>	<b>20</b>
3.1 A DESIGUALDADE MUNDIAL .....	20
3.2 DESIGUALDADE NO BRASIL .....	22
<b>4 DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL.....</b>	<b>25</b>
4.1 CONCEITOS BÁSICOS .....	25
4.2 ESTATÍSTICAS DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA.....	28
4.3 SÍNTESE .....	36
<b>5 PAGAMENTO DE JUROS E DESIGUALDADE.....</b>	<b>38</b>
5.1 DETENTORES DA DÍVIDA PÚBLICA.....	38
5.2 A CONCENTRAÇÃO DA RIQUEZA FINANCEIRA .....	43
5.3 A CONTRIBUIÇÃO DOS JUROS NA RENDA DO CAPITAL FINANCEIRO .....	48
<b>6 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS .....</b>	<b>59</b>
<b>7 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>65</b>



## 1 INTRODUÇÃO

Utilizada principalmente como instrumento de política monetária, a dívida pública brasileira vêm sistematicamente aumentando de tamanho, bem como o volume de juros pagos aos seus credores. Em 2017, aproximadamente trinta e cinco por cento das despesas da União foram utilizadas para o pagamento de juros e amortizações da dívida pública brasileira. Desta maneira, o pagamento de juros da dívida atingiu níveis inéditos, em relação ao PIB e ao orçamento do Estado.

Em princípio, a existência da dívida pública não deveria ser considerada como algo ruim. Seu uso como instrumento da política monetária é normal e legítimo na maioria das economias contemporâneas. Sua função primordial está ligada basicamente com o propósito de gerenciamento da taxa de juros de curto prazo. É através da negociação com títulos públicos que o Banco Central atua sobre a liquidez geral de todo o sistema financeiro, impedindo que a taxa de juros oscile demasiadamente para cima ou para baixo de sua meta. A partir da fixação desta taxa, o governo pode então viabilizar os objetivos finais de sua política monetária, que podem ser a estabilidade de preços e/ou a sustentação de determinado nível de produto e emprego. Desta forma, a dívida pública é uma ferramenta primordial para a pleno desenvolvimento da política econômica de uma nação.

No entanto, as elevadas taxas de juros praticadas no Brasil acabam agindo de modo indesejável do ponto de vista da distribuição de renda. Quando os juros pagos nos títulos públicos são maiores que as taxas de crescimento da receita fiscal por um longo intervalo de tempo, observamos transferências cada vez maiores do governo para os credores da dívida. Ocorre que estes valores transferidos para poucos são pagos com recursos orçamentários provenientes dos tributos pagos por todos. Estes juros acabam por beneficiar, principalmente, instituições financeiras e um pequeno grupo com elevado nível de renda.

Dessa maneira, o setor financeiro no Brasil acaba não desempenhando o seu papel fundamental de fomento da economia. Ou seja, o desenvolvimento nacional de forma ampla depende de um bom funcionamento do sistema bancário, a partir de um acesso inclusivo ao crédito e às aplicações financeiras para a população em geral.

Porém, o que temos atualmente no Brasil é um sistema financeiro que está distante do setor produtivo e, ao invés de ser um instrumento importante de

desenvolvimento socioeconômico, virou um fim em si mesmo. Uma das consequência dessa disfunção é a injusta distribuição da renda.

As recentes pesquisas sobre a desigualdade social, baseadas nos dados do imposto de renda (IRPF), revelam que a desigualdade de renda caiu menos do que se pensava na última década. Estes estudos com dados tributários tendem a subestimar menos a renda dos mais ricos, uma vez que há uma tendência de omiti-la em pesquisas à domicílio, como a Pnad do IBGE. Temos, então, que para este grupo, situado no topo mais rico da distribuição, a concentração de renda até aumentou. Ao mesmo tempo, junto com uma forte queda na pobreza, também houve um grande aumento nos ganhos do capital, que englobam a maior parte dos rendimentos dos mais ricos. Assim, a renda cresceu ao longo da última década, porém a apropriação desse crescimento foi muito desigual entre os diversos segmentos da sociedade. Como são os juros da dívida pública que remuneraram boa parte do capital financeiro, estes podem ser elencados como um dos principais responsáveis por essa maior rentabilidade no segmento mais rico da sociedade.

Nesse sentido, o objetivo principal deste trabalho é realizar uma análise do funcionamento da dívida pública brasileira, com enfoque no pagamento de juros, como um mecanismo de estímulo à concentração de renda e, conseqüentemente, de aumento das desigualdades sociais. Para isso, será realizado um cruzamento de dados históricos do Tesouro Nacional, Receita Federal e entidades representativas do setor financeiro para o período de 1995 a 2017.

Como objetivos específicos foram eleitas três questões: quem são os principais detentores da dívida pública nacional; de que forma está distribuída a renda e a riqueza financeira no Brasil e, por fim, quais fenômenos afetam a renda no país a ponto de impedir uma queda significativa da desigualdade social.

A metodologia utilizada na pesquisa apresenta um viés descritivo, associado a um conjunto de análises de natureza predominantemente empírica e quantitativa.

O trabalho se organiza de acordo com a divisão das seguintes etapas:

- Revisão bibliográfica (literatura, trabalhos acadêmicos, relatórios técnicos e artigos de jornais);
- Apresentação de um conjunto de conceitos e teorias econômicas, que se relacionam com o objeto pesquisado.

- Coleta de dados, por meio de relatórios de instituições governamentais e financeiras (Secretaria do Tesouro Nacional, Banco Central, Receita Federal, Anbima, Economática, entre outros);
- Tabulação, sistematização e análise crítica frente aos dados coletados.

## 2 A FUNÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Este capítulo visa discutir, de um ponto de vista teórico conceitual, porque os estados nacionais emitem dívida. A questão será analisada sob o viés de um governo emissor de dívida em sua própria moeda. Neste contexto, demonstra-se que a emissão de títulos de dívida pública não serve para o financiamento dos déficits públicos e que, de fato, seu papel é de servir como instrumento de política monetária na determinação da taxa de juros básica da economia desses países. Dessa forma, a determinação da taxa de juros ganha destaque como um dos determinantes político-institucionais da distribuição de renda.

### 2.1 FORMAÇÃO DA TAXA DE JUROS E RESERVAS BANCÁRIAS

A emissão de dívida pública, que será alvo de maior atenção neste trabalho, atua como um instrumento essencial da política monetária na fixação da taxa básica de juros pelo Banco Central. É através deste juros, chamado no Brasil de taxa Selic<sup>1</sup>, que a autoridade monetária afeta indiretamente o nível de atividade econômica e de preços. Isto porque ela é um referencial importante para as demais taxas de juros de mercado, influenciando por exemplo taxas de poupança, empréstimos imobiliários, taxas de cartão de crédito, financiamentos das empresas, etc. Todos esses juros podem, então, inibir ou incentivar tanto o consumo quanto o investimento dos agentes econômicos. A simples expectativa de mudança, como pode ser observado recentemente com a elevação da taxa de juros norte-americana, já é responsável por causar diversos reflexos não só em sua própria economia, como também nos fluxos monetários internacionais.

Apesar de toda essa influência sobre as várias taxas de juros existentes, o Banco Central controla diretamente apenas a taxa de juros do mercado de reservas

---

<sup>1</sup> O Comitê de Política Monetária (Copom), órgão constituído na esfera do Banco Central, define a meta para a Taxa Selic em reuniões que ocorrem oito vezes por ano. Nessas reuniões são discutidas as perspectivas para economia brasileira, como inflação, crescimento econômico, câmbio, nível de crédito, etc. Em função destas discussões decidem qual o patamar ideal para essa taxa de juros, a qual vigora por todo o período entre reuniões ordinárias do Comitê.

bancárias<sup>2</sup>, chamada normalmente de taxa de *overnight* ou *taxa over*<sup>3</sup>. É nesse mercado específico que ele vai atuar, de modo a gerenciar a liquidez geral dos bancos privados, e assim, conduzir a taxa de juros interbancária na direção da taxa Selic.

Ao definir essa taxa, o Banco Central não encontra outra maneira senão a de comprar ou vender qualquer quantidade de títulos públicos assim demandadas pelos bancos comerciais, de modo a estabilizar constantemente o mercado de reservas bancárias, e assim direcionar a taxa de *overnight* de acordo com sua meta.

Com efeito, se em determinado momento existe uma posição de excesso de reservas no sistema bancário, o Banco Central atua vendendo títulos públicos em operações de mercado aberto (open market)<sup>4</sup>, drenando o excesso de reservas. Por outro lado, em uma situação de escassez de reservas, o Banco Central age comprando títulos da carteira dos bancos, equilibrando novamente o mercado.

Se, porventura, o governo deixar de intervir numa situação de excesso de reservas, os bancos poderiam oferecer seus fundos no mercado interbancário – e realmente o fazem. Porém, tal oferta não resolve o problema do excesso de reservas total do sistema bancário, uma vez que apenas o Banco Central, em sua posição de emissor monopolista de moeda consegue criar ou destruir reservas do sistema. Operações dentro do próprio sistema financeiro, como quando um indivíduo emite um cheque de uma instituição para outra, altera a reserva de ambos os bancos, mas nesse caso, a quantidade total das reservas não é alterada.<sup>5</sup> No final de um dia haverá um conjunto de bancos com saldo final positivo e outro conjunto com saldo final negativo. Essas diferenças serão compensadas através do mercado interbancário. Dessa forma, aquelas instituições que estejam deficitárias buscam empréstimos de instituições superavitárias. Estas, por não desejarem manter recursos não rentabilizados, emprestam estes valores em troca de uma determinada taxa de juros. Quanto maior a necessidade de reservas de um banco, maior será a taxa de juros exigidas pelos seus pares. O oposto ocorre quando houver excesso daquelas

---

<sup>2</sup> Local das negociações financeiras entre os bancos e destes com o Banco Central. Qualquer transação no sistema bancário passa necessariamente pela conta de reservas bancárias no Banco Central.

<sup>3</sup> Vem da expressão em inglês que significa “durante a noite. Ela é obtida a partir do financiamento no mercado interbancário em operações que tem normalmente um dia de maturação. A base de todas as transações é feita em cima dos títulos públicos, que servem como garantia para os empréstimos tanto entre instituições financeiras quanto entre a autoridade monetária e os bancos.

<sup>4</sup> São operações de compra e venda de títulos da dívida pública no mercado, executadas pelo Banco Central, visando regular o fluxo de moeda.

<sup>5</sup> Estas operações apenas representam troca de titularidade dentro do sistema bancário e não criação ou destruição de moeda.

reservas.

No entanto, quando se fala no mercado total de reservas, deve-se necessariamente levar em consideração o governo. Assim, quando ocorre um dispêndio do governo acima do que foi arrecadado (gasto deficitário), moeda fiduciária é criada, o que acaba alterando positivamente as reservas do sistema bancário. Nesse caso, o Banco Central deve atuar vendendo títulos públicos aos bancos, de forma a drenar o excesso de reservas. Sem a intervenção do Banco Central, poderia haver uma queda brusca das taxas de juros interbancária, no limite tendendo a cair a zero.

O mesmo raciocínio pode ser usado com o sistema financeiro operando com falta de reservas. Nesse caso, o Banco Central, através de operações de mercado aberto, compra títulos das carteiras dos bancos, fornecendo as reservas necessárias para que a taxa de juros interbancária não dispare, o que poderia gerar enormes transtornos à saúde financeira dessas instituições. De acordo com Carvalho et al (2007, p. 182), “essa atuação diária no mercado de reservas bancárias, comprando e vendendo títulos públicos é o principal mecanismo pelo qual o Banco Central operacionaliza a taxa de juros decidida para fins de política monetária, evitando oscilações fortes da taxa de juros.”

Segundo Newlands Junior (2011, p. 45), “apenas a fixação da meta já induz as instituições financeiras que operam no Selic a realizarem as operações compromissadas de um dia com taxas em torno daquela meta, dado que conhecem a atuação diária do Banco Central, compensando excessos ou insuficiências de oferta de reservas bancárias, assim como sua capacidade de controle.”

Além das movimentações do Governo, e da demanda por moeda dos agentes privados, outros fatores que impactam o mercado de reservas bancárias são a compra e venda de moeda estrangeira, os movimentos dos depósitos compulsórios<sup>6</sup> e os resgates líquidos da dívida pública federal<sup>7</sup> pelo Tesouro Nacional. Para todos esses fatores, são exigidas atuações do Banco Central, caso ele deseje manter a taxa de juros interbancária próxima à meta defendida.

Dessa maneira, em países que emitem sua própria moeda, como é o caso do Brasil, a compra e venda de títulos têm um enorme poder como instrumento de política

---

<sup>6</sup> Percentual incidente sobre os depósitos captados pelos bancos que devem ser colocados à disposição do Banco Central. Age como um instrumento de controle monetário, atuando diretamente sobre os meios de pagamento. Quando o Banco Central altera a alíquota do depósito compulsório, esses meios de pagamentos são alterados, resultando em uma expansão ou retração da atividade econômica.

<sup>7</sup> Diferença entre vencimentos e emissões de títulos.

monetária do Banco Central no gerenciamento da taxa de juros de curto prazo, de acordo com a meta estabelecida pelo Copom. O uso do endividamento público para essa função está consolidado na maioria das economias modernas.

## 2.2 A CONTA ÚNICA DO TESOIRO

As receitas e as despesas de um governo não são sincronizadas, ou seja, a arrecadação orçamentária não é periodizada conforme os gastos e transferências governamentais realizadas no dia a dia. Realizar essa sincronização demandaria um esforço incrível entre todos os órgãos estatais e fatalmente resultaria em enormes problemas práticos para a economia. Some-se a isso os ciclos e choques frequentes pelos quais a economia passa, que teriam de ser absorvidos por aumentos repentinos de tributos ou com cortes bruscos nos gastos.

A solução encontrada pelas economias modernas foi a criação de uma “conta de depósito” do Tesouro Nacional junto ao Banco Central, chamada no Brasil de Conta Única do Tesouro.<sup>8</sup> Nesta conta existe um saldo inicial positivo, que serve como um amortecedor para o governo pagar suas obrigações. A variação negativa da Conta Única causada por gastos públicos, sem uma contrapartida de receitas, representa uma emissão de moeda na economia real com aumento da base monetária. Para Serrano e Pimentel (2016, p. 3), “isto não é ilegal, pois o aumento da quantidade de moeda na economia é contabilizado como redução do saldo positivo de ativos do governo com o Banco Central, e não um empréstimo deste último ao primeiro.”

O problema é que no caso de gastos do governo sem a contrapartida de impostos (gasto deficitário), o montante de moeda criada excede o montante de reservas bancárias removidas mediante pagamento de impostos. Numa situação dessas, o mercado bancário operaria com excesso de reservas, pressionando para baixo a taxa de juros interbancária.

Mesmo que, ao final de um ano, o governo gaste exatamente o que arrecada, é operacionalmente impossível coordenar perfeitamente, de modo diário, os

---

<sup>8</sup> A implantação da Conta Única do Tesouro fez parte de uma série de modificações institucionais introduzidas no governo federal a partir de 1986 (Decreto Federal nº 93.872), que levaram entre outras coisas à criação da Secretaria do Tesouro Nacional e à separação de atribuições entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. A própria Constituição Federal de 1988 no art. 164 § 3º consolidou este entendimento, ao determinar que as disponibilidades de caixa da União sejam depositadas no Bacen (Higa e Afonso, 2009, pág. 13). Apesar da designação, a Conta Única do Tesouro é constituída por várias subcontas.

gastos públicos e o recebimento de impostos e receita da venda de títulos. Esta impossibilidade implica que os movimentos do saldo da conta única do Tesouro no Banco Central impactam o mercado de reservas bancárias. (SERRANO; PIMENTEL, 2016, p. 5).

Assim sendo, podem haver períodos de entrada maciça de reservas líquidas no sistema bancário como nos dias de pagamentos de salários do funcionalismo público, por exemplo. Neste caso, um débito é feito na conta única do Tesouro, simultaneamente a um crédito de mesma magnitude nas contas bancárias dos servidores. Na prática, é realizado um crédito na instituição financeira de quem recebeu o salário do governo. Temos então um enorme impacto expansionista sobre as reservas bancárias, refletindo diretamente na estabilidade da taxa de juros.

Por outro lado, em situações de superávits prolongados, quando o setor privado efetua pagamentos de tributos num montante superior aos gastos do governo, pode haver grande quantidade de repasses das reservas bancárias para a Conta Única do Tesouro, o que acaba pressionando a taxa de juros interbancária para cima.

Ao mesmo tempo em que a conta única permite uma suavização intertemporal dos fluxos financeiros, também atua na expansão/contração das reservas bancárias. Dessa maneira, caso o Banco Central deseje manter a taxa de juros básica no patamar almejado, deve obrigatoriamente intervir de modo a evitar desequilíbrios ou pressões indesejadas.

## 2.3 EMISSÕES PRIMÁRIAS E OPERAÇÕES NO MERCADO SECUNDÁRIO

Mesmo com a função “amortecedora” da Conta Única, quando o governo deseja realizar um pagamento ou transferência sem que haja uma contrapartida de suas receitas, ele é obrigado a fazer empréstimos vendendo títulos novos à bancos credenciados. Segundo Serrano e Pimentel (2016, p. 8), “o Tesouro é então obrigado a se programar para financiar o déficit com a emissão de títulos no mercado primário, onde são oferecidos por meio de leilões aos “dealers”<sup>9</sup> no mercado primário de títulos.” Com a emissão desses títulos o governo efetua a transferência das reservas nos bancos para sua Conta Única e então autoriza o Banco Central a realizar o pagamento

---

<sup>9</sup> Dealers são instituições financeiras credenciadas a operar diretamente com o Tesouro e o Banco Central na compra e venda de títulos públicos federais. Eles agem como “*market makers*”, auxiliando na distribuição dos títulos, garantindo a sua liquidez, e ajudando a transmitir os efeitos da política monetária para as demais instituições.



de qualquer despesa que ele assim desejar. Este pagamento realizado pelo Banco Central em nome do Tesouro faz retornar aos bancos as reservas drenadas na primeira operação. Ao assim proceder, o Tesouro Nacional e o Banco Central atuam em conjunto no sentido de não instabilizar as reservas nos bancos.

Em alguns países<sup>10</sup>, o próprio Banco Central é quem emite esses títulos. No Brasil, contudo, com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n. 101, de 4 de maio de 2000), o Banco Central ficou proibido de emitir novos títulos, sendo o Tesouro o seu único emissor. Contudo, após a realização do leilão primário, os títulos públicos ficam disponíveis no mercado secundário, podendo ser comprados pelo Banco Central de acordo com a necessidade de liquidez do mercado de reservas. O Tesouro pode também emitir títulos diretamente ao Banco Central, de modo a garantir que este tenha uma carteira de títulos do tamanho adequado a execução de sua política monetária.<sup>11</sup>

Já, a negociação com títulos públicos no mercado secundário é a principal ferramenta pelo qual o Banco Central ajusta a liquidez no mercado de reservas de forma mais minuciosa. Para isso são utilizadas as chamadas operações de mercado aberto ou de *open market*. Este instrumento tem como objetivo tanto gerenciar a disponibilidade das reservas bancárias, como também sinalizar a taxa básica de juros que a autoridade monetária deseja transmitir ao mercado. Dentre as operações de mercado aberto, a mais utilizada no Brasil e no mundo são as chamadas operações compromissadas, que consistem na negociação de títulos de forma temporária. Nestas operações, o vendedor (comprador) se compromete a recomprar (ou revender) o título a um preço acordado e em data definida (geralmente no intervalo de um dia). A taxa negociada é determinada de acordo com as condições de mercado e pela direção em que o Banco Central deseja guiar a taxa de juros interbancária, apresentando pouca ou nenhuma relação sobre as cotações embutidas nos títulos comercializados. Assim, a versatilidade dessas operações apresentam grande vantagem em relação aos outros mecanismos de intervenção do Banco Central, pois

---

<sup>10</sup> Verifica-se que os bancos centrais pelo mundo se dividem praticamente de forma igualitária em três grupos: aqueles que somente utilizam títulos do Tesouro, os que fazem uso apenas de títulos próprios e os que utilizam ambos.

<sup>11</sup> Em 2008, em razão do grande acúmulo de reservas internacionais, foi sancionada a Lei 11.803/2008 que autorizava o Tesouro Federal a emitir novos títulos “de modo assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária.” (BRASIL, 2008).

difícilmente o Banco Central possui em carteira títulos públicos com os prazos necessários que se encaixem exatamente com as necessidades de liquidez das diferentes instituições. Para Carvalho *et al.* (2007, p. 186), “em verdade o que está sendo negociado em uma operação compromissada são reservas onde o emprestador entrega títulos em garantia. O detentor original do título – o Banco Central, por exemplo – em momento algum perde o direito de auferir os juros pagos pelo mesmo.” Dessa maneira essas operações proporcionam grande agilidade e flexibilidade nos ajustes diários de liquidez bancária, com impacto imediato na fixação da taxa de juros de curto prazo.

Em relação ao caráter das intervenções do Banco Central no mercado de reservas, estas podem ser defensivas ou dinâmicas. As intervenções predominantes são de caráter defensivo e visam basicamente manter as condições de equilíbrio existentes no mercado. Nelas, o Banco Central age apenas para neutralizar ocorrências sazonais, acidentais ou inesperadas que podem ser causadas pelos agentes financeiros. Estas intervenções são conduzidas, em geral, via operações compromissadas. Já, quando o Banco Central deseja promover alterações prolongadas da política monetária com a finalidade de atingir objetivos mais amplos, como, por exemplo, alterar o patamar dos juros praticados no mercado corrente, utiliza-se de intervenções dinâmicas. Nesse caso, o Banco Central realiza retiradas de reservas do mercado de forma permanente, sendo mais conveniente a utilização de operações definitivas, com a venda de títulos já emitidos que estão em sua carteira. Mesmo nestas circunstâncias, recomenda-se a combinação desse dispositivo com operações compromissadas para não haver desequilíbrios no mercado de reservas.

Para Wray (2003), as vendas de títulos primários são usadas geralmente para equilibrar o excesso de reservas criado pelos déficits governamentais, fornecendo alternativas de rentabilidade para reservas em excesso que não rendem juros. Já, as vendas no mercado secundário realizadas pelo Banco Central estão relacionadas com a manutenção da taxa de juros a partir de ajustes finos na liquidez diária. Daí a importância do Banco Central atuar conjuntamente com o Tesouro, definindo um calendário de emissão de títulos no mercado primário de um lado, ao mesmo tempo em que atua diariamente no gerenciamento da taxa básica de juros. “A tomada de empréstimos pelo governo exerce-se então como uma drenagem de reservas e a dívida federal mantida publicamente pode ser caracterizada como uma conta de manutenção da taxa de juros.” (WRAY, 2003, p.117).

Dessa maneira, o mercado de títulos permite que os governos atuem com velocidade muito maior que os tributos no sentido da captura (e liberação) da poupança econômica, tornando-se o mais importante instrumento ao alcance dos bancos centrais para a execução de suas políticas monetárias.

### 3 DESIGUALDADE ECONÔMICA NO BRASIL E NO MUNDO

A desigualdade econômica ocorre quando a renda é distribuída heterogeneamente na sociedade, na qual uma minoria concentra boa parte da riqueza e dos ganhos gerados por ela, como lucros, aluguéis, juros, etc. O tema voltou a ganhar visibilidade depois da crise de 2008 (estouro da bolha das hipotecas norte-americanas), quando se passou a dar mais atenção aos enormes fluxos monetários do sistema financeiro, com montantes que atingem valores muito superiores aos da economia dita real. A instabilidade escancarou as brechas na regulação financeira mundial e passou-se a estudar melhor as engrenagens desse sistema e suas consequências para o resto da economia. Assim, alguns questionamentos relevantes começaram a ser feitos como, por exemplo, quais são os reflexos na economia e na sociedade diante de instituições financeiras que se tornaram tão grandes e que atuam tomando cada vez mais riscos? Como regulamentar o uso em grande escala de inovações financeiras como de derivativos? Especificamente no caso brasileiro, por que os dividendos recebidos das empresas são isentos de tributos? E quem são os que mais se beneficiam com toda a liberdade dada ao mercado financeiro?

#### 3.1 A DESIGUALDADE MUNDIAL

Diante do cenário que se apresentou em 2008, inúmeros estudos na área de distribuição começaram a ganhar maior projeção, trazendo resultados alarmantes sobre a desigualdade de renda pelo mundo.

Relatório do Banco Mundial (2016), sobre pobreza e prosperidade compartilhadas, demonstrou que os níveis de desigualdade dentro dos países estão mais altos que há 25 anos.

No mesmo sentido, o relatório da Oxfam (2017) sobre desigualdade no mundo relata que desde de 2015 mais da metade da riqueza global total - estimada em US\$ 255 trilhões, tem ficado nas mãos dos 1% mais ricos da população mundial.

Piketty (2014, p. 27), em “O Capital do Século XXI”, alertou sobre um novo ciclo de crescimento da desigualdade desde a década de 1970. Na Europa, a parcela detida pelo décimo mais rico subiu de 60% em 1970 para 64% em 2010 e a do

centésimo mais rico de 21% para 24%. Nos EUA, o décimo superior subiu de 64% para 72% e o centésimo superior de 28% para 34%.

Em 2010, foi publicado pelo banco *Credit Suisse* um relatório chamado de *Global Wealth Report* (*Credit Suisse, 2010*). Segundo o documento, os 50% mais pobres da população mundial possuíam menos de 2% dos ativos totais, os 10% superiores possuíam 83% da riqueza mundial e o centésimo superior, 43%. O mesmo relatório, agora em 2015 (*Credit Suisse, 2015*), mostrou como a concentração de renda piorou ainda mais: os 50% mais pobres ficaram dessa vez com menos de 1% da riqueza mundial total. O decil superior concentrou quase 90%, e o centésimo mais alto da população mundial ficou com a gritante marca de 50% de toda riqueza.

O aumento do interesse pelo estudo da desigualdade vem gerando uma infinidade de pesquisas a partir de estatísticas oficiais e que estão levando a descobertas surpreendentes sobre o distanciamento crescente entre os 10% mais ricos e os outros 90% da população mundial.

A concentração, tanto de riqueza quanto de rendas do capital, já apresentou seus maiores níveis no período antecedente à Primeira Guerra Mundial. Segundo Piketty (2015, p. 26), “a parcela do patrimônio total detido pelos 10% mais ricos passou de cerca de 50% por volta de 1770 para um máximo de aproximadamente 70-80% no fim do século XIX.” Houve, no entanto, uma forte redução desta concentração no período entre 1914 e 1945, causado tanto pelas duas grandes guerras mundiais, como pela crise de 1929, promovendo um grande impacto aos detentores de grandes fortunas desse período. São também deste mesmo intervalo as primeiras aplicações da tributação progressiva sobre a renda e sobre heranças, o que ajudou a mitigar parte do problema.

Todavia, a escalada da desigualdade voltou a crescer novamente a partir do final da década de 1970, principalmente nos Estados Unidos, onde a concentração de renda voltou a atingir o nível recorde do começo do século XX (PIKETTY, 2014, p. 31). Parte da explicação para esse fenômeno está na grande guinada política desse período, marcados pelos governos de Ronald Reagan (EUA) e Margaret Thatcher (Reino Unido), com um viés econômico baseado em um maior liberalismo financeiro e cortes das alíquotas fiscais sobre a renda e sobre o lucro das empresas. Embora os Estados Unidos apresentem o maior nível de desigualdade entre os países desenvolvidos (OCDE, 2011), a tendência de crescimento da desigualdade também aumentou em menor escala na Europa, em países anglo-saxões como Austrália e

Canadá, e também em nações emergentes, como os BRICS<sup>12</sup>. Em todos esses países o acúmulo de riquezas vem sendo marcado por se concentrar cada vez mais no topo, mais marcadamente nos 10% e 1% da população.

Segundo Firebaugh (2003, citado por BAUMAN, 2015), esse período também demonstra uma reversão de tendência de longa duração: de desigualdade crescente entre nações e desigualdade constante ou declinante dentro de cada nação para desigualdade declinante entre nações e desigualdade crescente dentro de cada uma delas.

### 3.2 DESIGUALDADE NO BRASIL

O Brasil é reconhecidamente um dos países que apresenta um histórico de distribuição de riqueza extremamente desequilibrada, onde grande parcela da população possui renda muito baixa, em contrapartida a uma minoria muito rica. A parcela mais abastada da sociedade, inclusive, apresenta números superiores aos da França, país notadamente mais desenvolvido. Segundo estudo de Marc Morgan, do World Wealth and Income Database (MORGAN, 2017), a renda média do 1% mais rico no Brasil fica em torno de US\$ 541 mil ao ano, enquanto a renda média do 1% mais rico na França, fica em torno de US\$ 450 mil a US\$ 500 mil. Como comparação, a renda média de toda a população no Brasil é de US\$ 19,5 mil ao ano. Ou seja, o país é constantemente lembrado em diversos estudos por apresentar um dos piores índices de desigualdade do mundo.

Na última década, no entanto, tivemos um período de grande crescimento econômico, que combinado com políticas de redistribuição de renda, promoveram um aumento acelerado dos rendimentos. Este aumento levou a crer que houve também uma queda acentuada da concentração de renda. Realmente, inúmeros estudos baseados em pesquisas domiciliares, como a Pnad<sup>13</sup>, do IBGE (2015), apontaram para queda na desigualdade, somado a importantes mudanças na base de distribuição. O índice de Gini do rendimento, calculado pelo IBGE, e que mede a diferença entre os rendimentos dos mais pobres e os mais ricos, caiu de 0,555 em 2004 para 0,497 em 2014. Esse índice, varia numericamente de zero a um, sendo que 0 representa um país totalmente igualitário, sem diferenças de renda, e 1 está no

---

<sup>12</sup> Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul.

<sup>13</sup> Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios, realizada pelo IBGE.

extremo oposto, em que apenas um indivíduo ou uma parcela muito restrita de pessoas concentra toda a renda existente. Como base de comparação, os países menos desiguais em todo o mundo, conforme as medições do coeficiente de Gini, são Dinamarca (0,247), Japão (0,249), Suécia (0,25) e Noruega (25,8) (PNUD, 2010).

Porém, nos últimos anos, novas pesquisas foram realizadas usando dados que combinavam informações da Pnad com dados das declarações de imposto de renda (DIRPF<sup>14</sup>). Esse tipo de metodologia combinatória ganhou evidência a partir das pesquisas de Thomas Piketty e se destaca por subestimar menos a renda dos dois extremos dos extratos sociais: a renda dos mais ricos, uma vez que há uma tendência de omiti-la em pesquisas declaratórias, e a renda dos mais pobres, já que a declaração de IR não é obrigatória para maioria da população de baixa renda. As informações sobre o imposto de renda dos contribuintes no Brasil só foram disponibilizadas pela Receita Federal a partir de 2014, viabilizando pesquisas com dados combinados.

De acordo com Morgan (2017), entre 2001 e 2015, os 10% mais ricos da população aumentaram sua participação de 54% para 55% da renda nacional, enquanto os 50% mais pobres ampliaram sua participação de 11% para 12%. O crescimento de ambos se deu a partir da perda de dois pontos percentuais dos 40% que estão entre esses dois extremos.

Dados de Pedro Ferreira de Souza em sua tese, “A desigualdade vista do topo: a concentração de renda entre os ricos no Brasil, 1926-2013” (SOUZA, 2016), apontam que 51,5% da renda total do país ficou concentrada entre os 10% mais ricos em 2013, ante 49,4% em 2000. O 1% mais rico ficou com um percentual de 22,9.

A partir destas pesquisas, concluiu-se que a mudança recente na distribuição de renda foi bem menor do que se esperava e que a desigualdade até aumentou quando se olha para o topo, mais precisamente na faixa dos 10% mais ricos.

Para diversos estudiosos da desigualdade ouvidos pelo jornal Valor Econômico (2017), ocorreu sim avanço social expressivo nas últimas décadas no Brasil, com a renda crescendo em todas as faixas da população. Porém, enquanto a pobreza diminuía e os mais pobres ampliavam seu poder de compra e o acesso a serviços públicos, a renda dos ricos crescia em ritmo ainda mais forte. A redistribuição deu-se principalmente na base da pirâmide e não dos mais ricos para os mais pobres.

O que se notou foi uma resiliência muito grande na queda dessa desigualdade,

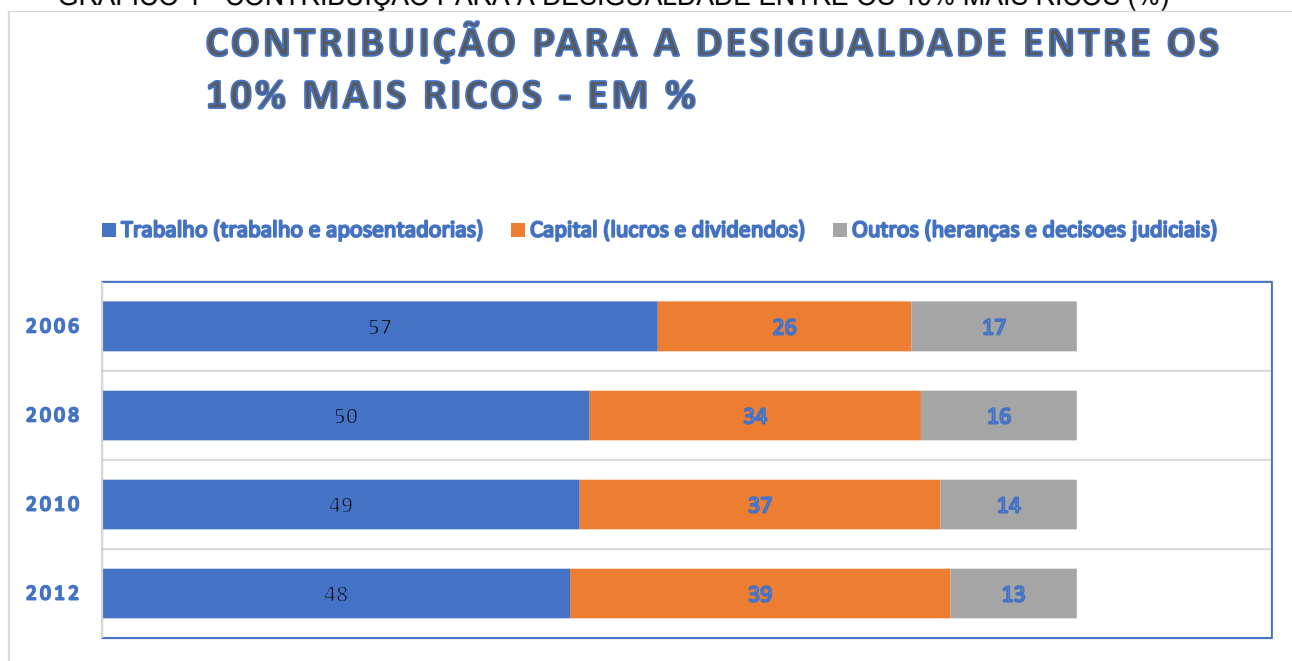
---

<sup>14</sup> Declaração do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física.

que pode ser explicado em parte pela imensa concentração patrimonial e de capital no Brasil e nos fluxos de renda gerados por eles, em razão da elevada taxa de juros aqui praticada.

De acordo com Marcelo Medeiros (2017, citado em VALOR ECONÔMICO), os ganhos de capital passaram a ter uma maior participação na desigualdade dos 10% mais ricos, como pode ser visto no gráfico 01. Para ele, houve uma queda na concentração dos rendimentos do trabalho, o que ficou comprovado em ambas as metodologias, mas os dados do imposto de renda mostraram que os rendimentos de capital acabaram por conter toda queda conquistada a partir da desigualdade no trabalho. Isto não significa, naturalmente, que não tenham ocorrido mudanças na distribuição de renda ou uma diminuição acentuada nos percentuais de pobreza.

GRÁFICO 1 - CONTRIBUIÇÃO PARA A DESIGUALDADE ENTRE OS 10% MAIS RICOS (%)



FONTE: Marcelo Medeiros/Ipea (2017).

Nesse cenário, entra os efeitos e reflexos da dívida pública brasileira com seu elevado montante de juros pagos.

No capítulo seguinte serão apresentados alguns números da dívida pública como juros e amortizações pagas ao longo dos anos e será realizada uma comparação com outros gastos do governo.



## 4 DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

Este capítulo tem por objetivo apresentar alguns conceitos e estatísticas referentes à dívida pública brasileira com o intuito de facilitar a discussão sobre o tema central deste estudo: uma análise do endividamento público como mecanismo de aumento da desigualdade. Para tal, o capítulo foi organizado em quatro seções.

Após esta rápida introdução, serão esclarecidos, na primeira seção, alguns conceitos básicos da dívida pública geralmente utilizados na literatura, bem como em relatórios oficiais do governo.

Já, na segunda seção, serão apresentados os principais dados e estatísticas da dívida pública brasileira e realizada uma comparação com os principais gastos orçamentários do governo. O intuito aqui é obter uma maior clareza sobre a dimensão desses números que servirão de base para discussão sobre a concentração de renda no próximo capítulo.

Finalmente, na terceira seção, serão expostas algumas considerações sobre os dados apresentados da dívida pública e o comparativo com os gastos orçamentários da União.

### 4.1 CONCEITOS BÁSICOS

A dívida pública corresponde a obrigações assumidas pelo Estado junto a diversos agentes econômicos, como bancos públicos ou privados, investidores, instituições financeiras nacionais ou internacionais, bem como governos estrangeiros. Pode ser apresentada sob diversas dimensões no âmbito do setor público, como os de governo central (Tesouro Nacional, Previdência e Banco Central), governo federal (Tesouro Nacional e Previdência), governo geral (governos federal, estadual e municipal), governos regionais (governos estaduais e municipais) e empresas estatais (empresas estatais federais, estaduais e municipais).

Assim, a Dívida Pública Federal (DPF) corresponde ao somatório das dívidas interna e externa atribuídas ao governo federal. Segundo o Tesouro Nacional (2018), atualmente, toda a Dívida Pública Federal (DPF) em circulação no mercado interno é paga em moeda emitida pelo próprio governo e captada por meio da emissão de títulos

públicos<sup>15</sup>, sendo por essa razão definida como Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi).

Em relação aos principais detentores da DPMFi, esta pode estar em poder do público ou do Banco Central. Segundo Silva e Medeiros (2009, p. 110), tendo em vista que a dívida do governo federal com o Banco Central ocorre entre instituições de governo pertencentes ao mesmo ente da Federação, a União, ela não é considerada relevante para fins de análise dos riscos e dos custos associados ao endividamento brasileiro. A dívida pública em poder do Banco Central também não gera pagamentos de juros que afetam a distribuição de renda, tema central de nossa análise. Por essa razão, nas principais estatísticas e relatórios divulgados pelo Tesouro Nacional sobre a DPMFi somente é considerada a parcela da dívida em poder do público.

Dentre os principais títulos emitidos pelo Tesouro Nacional que compõe a DPMFi estão:

- Tesouro Prefixado: são títulos com rentabilidade definida (taxa pré-fixada) no momento do investimento.
- Tesouro Selic: É um título pós-fixado, pois apresenta rentabilidade diária vinculada à taxa de juros básica da economia (taxa Selic).
- Tesouro IPCA: Também é um título pós-fixado. Tem rentabilidade vinculada à variação do IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), acrescida de juros definidos no momento da aplicação.

Já, a chamada Dívida Pública Federal externa (DPFe) é contraída em moeda estrangeira (dólar, euro, libra etc.) junto a residentes no exterior, podendo ser captada tanto por meio da emissão de títulos quanto por contratos. De acordo com Silva e Medeiros (2009, p. 114), “desde 2006, as emissões de títulos no mercado externo têm tido caráter prioritariamente qualitativo, em função da acentuada queda da necessidade de financiamento externo do Brasil”. Em outras palavras, o Tesouro apenas gerencia os títulos em carteira, de modo a obter a melhor composição possível em termos de taxas de juros e prazos de vencimento.

Outro indicador da dívida também muito difundido é o de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que é apurado e publicado pelo Banco Central. Nesta metodologia, estão inclusas as obrigações de todo o setor público não financeiro,

---

<sup>15</sup> Em seu aspecto formal, a dívida pública pode ser mobiliária (quando são emitidos títulos públicos) ou contratual (quando está formalizada em contrato firmado entre o devedor e o credor).

deduzidos os seus ativos financeiros. Fazem parte deste índice o governo federal, os governos regionais, as empresas estatais, e também o Banco Central.

Dentre os itens que constam no balanço financeiro do Banco Central e que fazem parte da DLSP estão as reservas internacionais (ativos)<sup>16</sup>, os depósitos do governo no Banco Central e em bancos comerciais (ativos), e os títulos públicos repassados pelo Tesouro (passivos), que são utilizados como lastro para as operações compromissadas no gerenciamento da liquidez das reservas bancárias. Os títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central e não utilizados nas operações compromissadas não são considerados como passivos.

Os fundos públicos, cuja fonte de recursos são provenientes de contribuições fiscais, também fazem parte da contabilidade DLSP, considerados como ativos do governo. Dentre eles, temos o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e o Fundo PIS-PASEP.

A DLSP é mais utilizada pelo Banco Central e pelo governo central nas decisões de política econômica, pois retrata de maneira mais adequada a dinâmica dos passivos públicos. Para Borges (2018, p. 5) no entanto, “a estatística tradicional de DLSP não corresponde à melhor definição, já que inclui os ativos e passivos do BC e também das estatais no seu cômputo, o que dificulta a sua comparação internacional.” No ponto, cabe observar que ativos, como as reservas internacionais e passivos financeiros do Banco Central, como operações compromissadas, não são considerados em outros países.

Dessa maneira, o indicador utilizado pelo Banco Central para efeitos de comparações internacionais é chamada de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Esta metodologia engloba o total de passivos de responsabilidade do governo federal, dos governos estaduais e dos governos municipais. Embora o Banco Central não faça parte desse indicador, os títulos públicos utilizados em suas operações compromissadas são originários do Tesouro Nacional e são computados segundo a metodologia da DBGG. De acordo com Silva e Medeiros (2009, p. 108), “entende-se que, como as operações compromissadas deverão, em um segundo momento, ser ‘pagas’ com a emissão de títulos públicos federais em mercado, sua inclusão na DBGG capturaria o endividamento do governo geral de forma mais eficiente ao antecipar os movimentos da Dívida Pública Federal.”

---

<sup>16</sup> Em maio de 2018 as reservas internacionais brasileiras totalizavam 381,6 milhões de dólares.

Ainda que os títulos utilizados nas operações compromissadas não tenham nenhuma influência no peso da dívida, uma vez que tanto o Banco Central como o Tesouro fazem parte do Governo, a importância de se considerar estas operações neste trabalho está ligada diretamente aos juros pagos a partir dessas operações. No entanto, em diversos países, os bancos centrais podem emitir títulos próprios que não são contabilizados como dívida para operacionalização da política monetária.

Na próxima seção, serão apresentados alguns dos principais números relacionados à dívida pública brasileira sob três perspectivas: 1) da Dívida Pública Federal (DPF), 2) da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Além do que, serão feitas comparações com os dados orçamentários do governo.

## 4.2 ESTATÍSTICAS DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

Segundo Relatório Mensal da Dívida Pública Federal (2018), o estoque da Dívida Pública Federal (DPF) atingiu o montante de 3.636,33 bilhões, em março de 2018. A Dívida Pública Federal Interna (DPFi) alcançou o valor de R\$ 3.507,42 bilhões (96,45%), enquanto a Dívida Pública Federal Externa (DPFe) encerrou março de 2018 em R\$ 128,91 bilhões (3,55%), sendo R\$ 115,89 bilhões (US\$ 34,87 bilhões) referentes à dívida mobiliária e R\$ 13,02 bilhões (US\$ 3,92 bilhões), à dívida contratual.

Já, de acordo com a metodologia utilizada pelo Banco Central do Brasil, a Dívida Pública Bruta do Governo Geral (DBGG), que inclui as operações compromissadas do Banco Central e o endividamento dos governos regionais, atingiu, em março de 2018, o total de R\$ 4.984.71 bilhões. Esse montante corresponde a 75,3% do PIB (Banco Central do Brasil, 2018). Somente as operações compromissadas do Bacen foram responsáveis por 22% desse total, atingindo R\$ 1.114,26 bilhões.

Em relação ao endividamento líquido, a chamada Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu o valor de R\$ 3.463,4 bilhões, em março de 2018, o que equivale a 52,3% do PIB.

A relação dívida/PIB é o parâmetro de avaliação mais utilizado para se analisar o endividamento de um país. No entanto, apesar de possibilitar uma rápida visualização do peso da dívida em relação ao tamanho de uma economia, este

indicativo apresenta várias limitações. Uma dívida é paga ao longo de 20 a 30 anos e sempre pode ser refinanciada em países de moeda soberana que também emitem dívida em sua própria moeda. Dessa forma, dividir uma dívida a ser paga ao longo de vários anos, pelo PIB de um único ano, é obviamente um grande exagero. Esta relação não avalia, por exemplo, as taxas de juros praticadas, assim como o perfil de maturidade da dívida. Segundo Assaf Neto (2012, p. 25), “uma economia com perfil de sua dívida vencível no longo prazo pode apresentar uma relação dívida/PIB maior que outra economia com dívidas concentradas no curto prazo, sem indicar maior risco de liquidez.” Do mesmo modo, países com taxas de juros menores apresentam gastos financeiros muito menos custosos, mesmo que tenham um índice dívida/PIB maior.

Esse é o caso, por exemplo, do Japão, com uma porcentagem da dívida bruta sobre o PIB de 253% - a mais alta do mundo. No entanto, este país asiático apresenta taxas de juros de curto prazo próximas a zero e gasta muito pouco com juros e encargos de sua dívida pública. Já, aqui no Brasil a relação dívida bruta/PIB é substancialmente menor, em torno de 75%<sup>17</sup> (Banco Central do Brasil, 2018), mas se gasta em torno de 8% do PIB<sup>18</sup> em juros e amortizações devido às altas taxas de juros pagas por aqui. Tal cenário demonstra que não existe um número chave a partir do qual a relação dívida pública/PIB torna-se problemática, mas, sim, o custo de se manter essa dívida. Na tabela 1 é apresentada a relação dívida /PIB de alguns países selecionados, bem como suas respectivas taxas de juros.

No Brasil, a maior parcela do custo da dívida pública está relacionada principalmente à taxa de juros de curto prazo (Selic). Esta taxa é aplicada diretamente nas operações compromissadas do Banco Central e nos títulos pós-fixados referenciados por ela, atuando indiretamente, mas com grande influência, nas taxas de juros que incidem sobre os títulos de longo prazo pré-fixados<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).

<sup>18</sup> Média de 7,81% do PIB entre 2000 e 2017.

<sup>19</sup> Tesouro Prefixado. Apesar de possuir rentabilidade definida no momento da compra, o preço do título flutua conforme variações da taxa Selic e da inflação, podendo acarretar em prejuízos se resgatado antes de seu vencimento.

TABELA 1 - RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA/PIB (DEZ./2017) E TAXAS DE JUROS DE CURTO PRAZO (ABRIL/2018)

	dívida pública (%PIB)	taxas de juros (%a.a.)
<b>Japão</b>	<b>253,0</b>	<b>-0,10</b>
<b>Grécia</b>	178,6	0,00*
<b>Itália</b>	131,8	0,00*
<b>EUA</b>	105,4	1,75
<b>Espanha</b>	98,3	0,00*
<b>Brasil</b>	<b>74,0</b>	<b>6,50</b>
<b>Índia</b>	68,7	6,00
<b>Alemanha</b>	64,1	0,00*
<b>Argentina</b>	54,2	40,00
<b>México</b>	47,9	7,50
<b>China</b>	47,6	4,35

FONTE: Trading Economics (2018).

NOTA: \*Taxa de juros Banco Central Europeu (BCE).

A Selic se encontrava, até outubro de 2016, em torno de 14,25% ao ano e só em março de 2018 veio a atingir o valor de 6,5%. No entanto, devido aos diferentes prazos de maturação dos títulos<sup>20</sup> e pela participação de títulos não vinculados à taxa Selic<sup>21</sup>, o custo médio da dívida total apresenta uma defasagem em relação à taxa de curto prazo. O custo médio do estoque da DPF era de 10,32% a.a., em março de 2018, um valor consideravelmente mais significativo. Já, em relação ao custo médio das emissões de títulos novos da DPFi<sup>22</sup>, este passou de 12,62% a.a. em março de 2017, para 8,8% a.a. em março de 2018. Ou seja, uma redução de 3,82% sobre as novas emissões no intervalo de um ano.

Mesmo com a recente queda da taxa Selic, o Brasil convive há bastante tempo com as mais elevadas taxas de juros do mundo. Isso significa que uma quantidade enorme do orçamento do Estado é transferido, ano a ano, para o pagamento desses juros, em detrimento de gastos e investimentos que resultem no bem-estar social e desenvolvimento do país. Para uma melhor visualização desses números, a tabela 2 apresenta um histórico do pagamento de juros e amortizações da Dívida Pública Federal nos períodos de 1995 a 2017.

Os valores monetários coletados da DPF, como juros e amortizações, bem

<sup>20</sup> Devido ao custo de oportunidade, a preferência pela liquidez e a um menor grau de previsibilidade sobre o futuro (maior risco), títulos com prazos mais longo apresentam maior taxa de juros.

<sup>21</sup> Títulos prefixados e vinculados à inflação.

<sup>22</sup> Custo médio das emissões da DPMFi acumulado em 12 meses.

como os dados da execução orçamentária da União, foram corrigidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, para abril de 2018, possibilitando, assim, que os valores possam ser comparados em diferentes períodos.

TABELA 2 - DESPESAS DA UNIÃO COM JUROS, AMORTIZAÇÕES DA DÍVIDA PÚBLICA (INTERNA E EXTERNA) NO PERÍODO DE 1995 A 2017. PREÇOS DE ABRIL DE 2018 (IPCA)

Ano	Juros (A)	Amortização (B)	Total A + B
<b>TOTAL 1995-2002</b>	R\$ 857.875.064.887,96	R\$ 732.229.940.891,67	R\$ 1.590.105.005.779,63
<b>TOTAL 2003-2010</b>	R\$ 1.608.189.535.688,67	R\$ 1.760.586.604.112,07	R\$ 3.368.776.139.800,74
<b>TOTAL 2011-2017</b>	R\$ 1.425.601.101.013,18	R\$ 1.787.033.317.601,39	R\$ 3.212.634.418.614,57
<b>TOTAL 1995-2017</b>	R\$ 3.891.665.701.589,81	R\$ 4.279.849.862.605,13	R\$ 8.171.515.564.194,94

FONTE: Tesouro Nacional (2018) – Adaptado pelo autor.

No período de 1995 a 2017, foi gasta a vultuosa quantia de R\$ 8,171 trilhões em juros e amortizações da dívida interna e externa. Somente de juros, foram transferidos do Orçamento da União para os credores da dívida pública R\$ 3,892 trilhões. Se realizada uma divisão dos dispêndios por governos, foram gastos com juros e amortizações na gestão de Fernando Henrique (1995-2002) R\$ 1,590 trilhão, no governo Lula (2003-2010), R\$ 3,369 trilhões e no período Dilma/Temer (2011-2017) gastou-se um total de R\$ 3,213 trilhões para tais despesas.

No entanto, a forma de cálculo utilizada pela DPF deixa de contabilizar um grande volume de juros pagos pela utilização das operações compromissadas. Como já comentado, por apresentar uma metodologia diferente da do Banco Central, o Tesouro Nacional lança os pagamento das operações compromissadas num segundo momento, como emissão de títulos, e não como juros. Desta maneira, boa parte dos juros transferidos para o setor financeiro ficam ocultos em suas demonstrações de resultados.

Desta feita, como é de interesse dessa pesquisa analisar a real transferência de recursos do Estado ao setor privado e sua influência na distribuição de renda, optou-se então, por utilizar os dados da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), calculadas pelo Banco Central.

Essa metodologia captura o pagamento de juros realizadas pelo governo federal de forma mais eficiente, antecipando os movimentos da DPF em relação as operações de mercado aberto. Além disso, os juros divulgados por esse indicador

englobam os juros reais e o componente de atualização monetária da dívida pública, o que não é realizado no cálculo da DPF.

Os juros e amortizações pagos pelo governo federal segundo a metodologia da DLSP são apresentados na tabela 3 para os anos de 2002 a 2017.

TABELA 3 - DESPESAS DA UNIÃO COM JUROS E AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA. VALORES PAGOS (R\$ MILHÕES) A PREÇOS DE ABRIL DE 2018 (IPCA)

	<b>DESPESAS DA UNIÃO TODAS AS FUNÇÕES (A)*</b>	<b>PIB (B)</b>	<b>DESPESAS COM AMORTIZAÇÕES DA DÍVIDA</b>	<b>DESPESAS COM JUROS DA DÍVIDA (C)</b>	<b>(C)/(A)</b>	<b>(C)/(B) %</b>
2002	R\$ 1.090.569,08	R\$ 3.697.646,00	R\$ 171.276,58	R\$ 123.183,99	11%	3,3%
2003	R\$ 1.103.737,92	R\$ 3.843.351,21	R\$ 177.969,13	R\$ 252.807,40	23%	6,6%
2004	R\$ 1.134.378,89	R\$ 4.084.214,77	R\$ 149.375,07	R\$ 178.780,81	16%	4,4%
2005	R\$ 1.192.066,53	R\$ 4.263.209,20	R\$ 96.733,51	R\$ 255.643,32	21%	6,0%
2006	R\$ 1.521.099,63	R\$ 4.593.695,82	R\$ 230.556,00	R\$ 223.604,02	15%	4,9%
2007	R\$ 1.446.922,36	R\$ 4.977.813,48	R\$ 177.240,61	R\$ 197.780,06	14%	4,0%
2008	R\$ 1.578.330,67	R\$ 5.348.937,83	R\$ 294.093,33	R\$ 186.726,67	12%	3,5%
2009	R\$ 1.764.756,98	R\$ 5.500.856,47	R\$ 416.046,76	R\$ 251.640,09	14%	4,6%
2010	R\$ 1.631.292,61	R\$ 6.071.080,26	R\$ 218.572,19	R\$ 222.172,21	14%	3,7%
2011	R\$ 1.604.280,03	R\$ 6.411.679,28	R\$ 143.031,07	R\$ 294.562,09	18%	4,6%
2012	R\$ 1.962.053,42	R\$ 6.684.033,75	R\$ 444.169,91	R\$ 243.938,93	12%	3,6%
2013	R\$ 1.735.000,08	R\$ 6.997.494,55	R\$ 154.483,01	R\$ 285.938,88	16%	4,1%
2014	R\$ 1.900.454,86	R\$ 7.117.984,37	R\$ 234.951,15	R\$ 337.315,16	18%	4,7%
2015	R\$ 1.876.504,11	R\$ 6.684.753,89	R\$ 202.859,69	R\$ 477.434,84	25%	7,1%
2016	R\$ 1.972.117,27	R\$ 6.522.695,58	R\$ 282.782,31	R\$ 336.828,55	17%	5,2%
2017	R\$ 2.027.397,58	R\$ 6.649.619,89	R\$ 324.756,17	R\$ 391.456,64	19%	5,9%
<b>Total</b>	<b>R\$ 25.540.962,02</b>	<b>R\$ 89.449.066,35</b>	<b>R\$ 3.718.896,49</b>	<b>R\$ 4.259.813,66</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Δ2003-2017</b>	<b>85,90%</b>	<b>79,83%</b>	<b>89,61%</b>	<b>217,78%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Média % 2002-2017</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>16,65%</b>	<b>4,8%</b>

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil, 2018. Organizado pelo autor.

NOTA: \*Exceto despesas com o refinanciamento da dívida pública.

Segundo o Tesouro Nacional (2018), o orçamento da União efetivamente pago durante o ano de 2017 alcançou a cifra de R\$ 2,54 trilhões. No entanto, desse total, R\$ 463 bilhões foram utilizados para o refinanciamento da dívida pública<sup>23</sup>. Esse montante correspondeu a quase um quinto (19%) das despesas totais do orçamento. No entanto, não se deve considerar os gastos com refinanciamento da dívida como gasto orçamentário, uma vez que estes recursos são provenientes da emissão de novos títulos e utilizados exclusivamente para o alongamento da dívida a vencer.

<sup>23</sup> Para recomprar títulos a vencer, lançar novos e fazer a rolagem do endividamento.



Dessa maneira, as despesas efetivamente pagas em 2017 alcançaram o total de R\$ 2,027 trilhões.

O pagamento de juros da dívida pública neste mesmo ano alcançou R\$ 391,4 bilhões (19%) e as amortizações foram responsáveis por outros R\$ 325 bilhões (13%). Ou seja, os gastos com a dívida pública foram responsáveis por aproximadamente 32% do orçamento efetivamente pago em 2017.

Cabe ressaltar novamente que esses percentuais são diferentes dos divulgados pela metodologia da Dívida Pública Federal, que lançam os gastos com juros das operações compromissadas e atualização monetária como emissão de dívida.

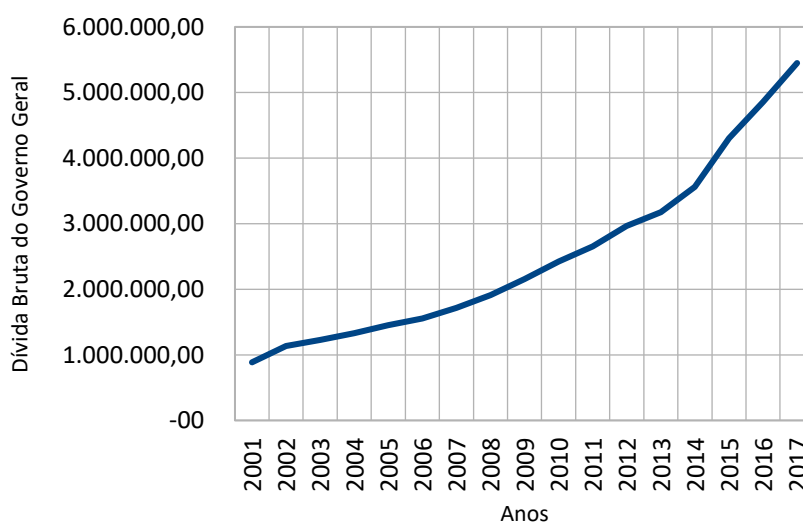
Em média, para o intervalo entre 2002 e 2017, as despesas com juros representaram um total de 16,7% das despesas da União e 4,8% do PIB.

A taxa de crescimento dos juros pagos foi de 218% nesse período. Um crescimento muito mais acelerado que das despesas do governo, 86% e do crescimento do PIB, 80%.

Mesmo com o desembolso desse enorme volume de recursos com juros e amortizações no período de 1995 a 2017, o montante da dívida continuou crescendo, como pode ser visto no gráfico 2.

O que se pode constatar é que a dívida aumenta por conta dos juros cobrados sobre a dívida anterior, independentemente da existência ou não do chamado superávit primário, que foi positivo durante todo o período entre 2002 a 2013.

GRÁFICO 2 - CRESCIMENTO DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL EM VALORES CORRENTES



FONTE: Banco Central (2018).

Em relação aos demais gastos orçamentários, na tabela 4 é apresentada uma comparação dos gastos do governo federal nas pastas de Saúde, Educação, Previdência e Assistência Social, com os dispêndios com juros nominais pagos pelo governo federal segundo critérios da Dívida Líquida do Setor Público.

No período de 2002 a 2017 foram desembolsados por meio do orçamento da União 4,260 trilhões com juros da dívida pública. Este gasto perdeu apenas para rubrica Previdência Social, com dispêndio de 7,759 trilhões.

Já quando se mede o ritmo de crescimento, os juros alcançaram uma taxa de 218% entre 2002-2017. O único item que apresentou uma maior taxa de crescimento foi Assistência Social, que cresceu nada menos do que 427% neste mesmo intervalo.

O total de recursos gastos com juros representou 3,0 vezes mais ao que foi destinado para a Saúde (R\$ 1,356 trilhões), 4,6 vezes mais que os recursos da Educação (R\$ 915 bilhões) e 4,7 vezes mais que os gastos com Assistência Social (R\$ 900 bilhões).

TABELA 4 - EXECUÇÃO DO ORÇAMENTO DA UNIÃO: DESPESAS SELECIONADAS (2002-2017). VALORES PAGOS (R\$ MILHÕES) A PREÇOS DE ABRIL DE 2018 (IPCA)

<b>DESPESAS DA UNIÃO – Valores pagos</b>					
<b>ANO</b>	<b>Juros</b>	<b>Saúde</b>	<b>Educação</b>	<b>Previdência</b>	<b>Assistência Social</b>
2002	R\$ 123.184,0	R\$ 63.171,1	R\$ 32.840,9	R\$ 306.032,2	R\$ 16.176,5
2003	R\$ 252.807,4	R\$ 60.788,1	R\$ 31.822,1	R\$ 325.458,4	R\$ 18.828,8
2004	R\$ 178.780,8	R\$ 68.787,3	R\$ 30.318,3	R\$ 345.281,9	R\$ 28.921,3
2005	R\$ 255.643,3	R\$ 71.656,2	R\$ 31.794,0	R\$ 370.240,6	R\$ 31.044,5
2006	R\$ 223.604,0	R\$ 75.758,4	R\$ 33.052,1	R\$ 405.119,9	R\$ 41.088,0
2007	R\$ 197.780,1	R\$ 72.160,0	R\$ 34.566,0	R\$ 426.747,7	R\$ 45.104,6
2008	R\$ 186.726,7	R\$ 75.050,6	R\$ 37.710,6	R\$ 442.149,3	R\$ 49.287,4
2009	R\$ 251.640,1	R\$ 80.345,9	R\$ 46.942,7	R\$ 477.954,3	R\$ 54.640,9
2010	R\$ 222.172,2	R\$ 85.213,6	R\$ 59.808,7	R\$ 508.003,5	R\$ 60.580,8
2011	R\$ 294.562,1	R\$ 91.744,8	R\$ 63.583,9	R\$ 525.268,0	R\$ 66.078,3
2012	R\$ 243.938,9	R\$ 97.607,7	R\$ 72.668,9	R\$ 553.419,3	R\$ 76.797,8
2013	R\$ 285.938,9	R\$ 99.502,9	R\$ 82.398,3	R\$ 582.204,4	R\$ 81.739,1
2014	R\$ 337.315,2	R\$ 104.856,4	R\$ 89.988,4	R\$ 607.385,9	R\$ 84.157,5
2015	R\$ 477.434,8	R\$ 103.591,7	R\$ 89.190,1	R\$ 601.724,3	R\$ 78.829,2
2016	R\$ 336.828,6	R\$ 102.931,0	R\$ 88.524,5	R\$ 618.925,0	R\$ 81.510,9
2017	R\$ 391.456,6	R\$ 102.809,8	R\$ 89.842,6	R\$ 663.459,9	R\$ 85.248,5
<b>Σ</b>	<b>R\$ 4.259.813,7</b>	<b>R\$ 1.355.975,5</b>	<b>R\$ 915.052,1</b>	<b>R\$ 7.759.374,6</b>	<b>R\$ 900.033,8</b>
<b>Δ 2000-2017</b>	<b>218%</b>	<b>63%</b>	<b>174%</b>	<b>117%</b>	<b>427%</b>

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (2018). Organizado pelo autor.

Já, na tabela 5 as despesas do orçamento da União são colocadas em valores percentuais, de forma a facilitar a visualização de suas participações relativas. A média de gastos com juros nominais em todo período de 2000-2017 foi de 16,6% do total do orçamento da União. Como visto anteriormente, esse valor só é superado pelos gastos com a Previdência que atingiram o volume médio de 30,3% do total dispendido. Nesse mesmo intervalo, o percentual somado dos recursos destinados às despesas com Educação, Saúde e Assistência Social totalizaram, em média, apenas 12,3% do total das despesas orçamentárias. Este valor é menor do que o total gasto apenas com os juros da dívida.

TABELA 5 - EXECUÇÃO DO ORÇAMENTO DA UNIÃO: DESPESAS EM PERCENTUAIS (2002-2017)

DESPESAS DA UNIÃO – Valores pagos (%)							
ANO	Juros	Saúde	Educação	Previdência	Assistência Social	Outras despesas*	Total
2002	11,3%	5,8%	3,0%	28,1%	1,5%	50,4%	100%
2003	22,9%	5,5%	2,9%	29,5%	1,7%	37,5%	100%
2004	15,8%	6,1%	2,7%	30,4%	2,5%	42,5%	100%
2005	21,4%	6,0%	2,7%	31,1%	2,6%	36,2%	100%
2006	14,7%	5,0%	2,2%	26,6%	2,7%	48,8%	100%
2007	13,7%	5,0%	2,4%	29,5%	3,1%	46,3%	100%
2008	11,8%	4,8%	2,4%	28,0%	3,1%	49,9%	100%
2009	14,3%	4,6%	2,7%	27,1%	3,1%	48,3%	100%
2010	13,6%	5,2%	3,7%	31,1%	3,7%	42,6%	100%
2011	18,4%	5,7%	4,0%	32,7%	4,1%	35,1%	100%
2012	12,4%	5,0%	3,7%	28,2%	3,9%	46,8%	100%
2013	16,5%	5,7%	4,7%	33,6%	4,7%	34,8%	100%
2014	17,7%	5,5%	4,7%	32,0%	4,4%	35,6%	100%
2015	25,4%	5,5%	4,8%	32,1%	4,2%	28,0%	100%
2016	17,1%	5,2%	4,5%	31,4%	4,1%	37,7%	100%
2017	19,3%	5,1%	4,4%	32,7%	4,2%	34,3%	100%
<b>média (%) 2002-2017</b>	<b>16,6%</b>	<b>5,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>30,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>40,9%</b>	<b>100%</b>

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil, 2018. Organizado pelo autor.

<sup>1</sup> Outras Despesas incluem as seguintes funções: Legislativa; Judiciária; Essencial à Justiça; Administração; Defesa Nacional; Segurança Pública; Relações Exteriores; Trabalho; Cultura; Direitos de Cidadania; Urbanismo; Habitação; Saneamento; Gestão Ambiental; Ciência e Tecnologia; Agricultura; Organização Agrária; Indústria; Comércio e Serviços; Comunicações; Energia; Transporte; Desporto e Lazer; Encargos Especiais e Reserva de Contingência.

Por último, na tabela 6 foi realizada uma comparação relativa dos juros pagos pelo governo federal sobre o montante da Dívida Líquida do Setor Público e dos dispêndios efetuados sobre os gastos em Investimentos, para o período de 2002 a

2017. O total despendido neste intervalo com os juros da dívida foram de R\$ 4,260 trilhões, contra *R\$ 390,4 bilhões*, ou quase 11 vezes dos gastos com Investimentos.

Em relação as despesas totais, os juros representaram um dispêndio médio de 16,6% no período de 2002-2017, contra um total de apenas 1,6% gasto com investimentos públicos nesse mesmo intervalo.

TABELA 6 - EXECUÇÃO DO ORÇAMENTO DA UNIÃO: JUROS PAGOS VERSUS INVESTIMENTOS (2002-2017). VALORES PAGOS (R\$ MILHÕES) A PREÇOS DE ABRIL DE 2018 (IPCA)

ANO	DESPESAS DA UNIÃO TODAS AS FUNÇÕES (A) Valores pagos	DESPESAS COM JUROS DA DÍVIDA (B) Valores pagos	(B)/(A)	DESPESAS COM INVESTIMENTOS(C) Valores pagos	(C)/(A)
2002	R\$ 1.090.569,08	R\$ 123.183,99	11,3%	R\$ 25.151,63	2,3%
2003	R\$ 1.103.737,92	R\$ 252.807,40	22,9%	R\$ 14.434,53	1,3%
2004	R\$ 1.134.378,89	R\$ 178.780,81	15,8%	R\$ 22.668,35	2,0%
2005	R\$ 1.192.066,52	R\$ 255.643,32	21,4%	R\$ 34.022,06	2,9%
2006	R\$ 1.521.099,63	R\$ 223.604,02	14,7%	R\$ 37.360,06	2,5%
2007	R\$ 1.446.922,36	R\$ 197.780,06	13,7%	R\$ 18.305,45	1,3%
2008	R\$ 1.578.330,67	R\$ 186.726,67	11,8%	R\$ 16.812,38	1,1%
2009	R\$ 1.764.756,98	R\$ 251.640,09	14,3%	R\$ 24.719,55	1,4%
2010	R\$ 1.631.292,61	R\$ 222.172,21	13,6%	R\$ 37.117,61	2,3%
2011	R\$ 1.604.280,03	R\$ 294.562,09	18,4%	R\$ 25.010,69	1,6%
2012	R\$ 1.962.053,42	R\$ 243.938,93	12,4%	R\$ 30.657,42	1,6%
2013	R\$ 1.735.000,08	R\$ 285.938,88	16,5%	R\$ 25.624,20	1,5%
2014	R\$ 1.900.454,86	R\$ 337.315,16	17,7%	R\$ 26.565,14	1,4%
2015	R\$ 1.876.504,11	R\$ 477.434,84	25,4%	R\$ 14.834,90	0,8%
2016	R\$ 1.972.117,28	R\$ 336.828,55	17,1%	R\$ 18.007,48	0,9%
2017	R\$ 2.027.397,58	R\$ 391.456,64	19,3%	R\$ 19.115,93	0,9%
<b>Σ</b>	<b>R\$ 25.540.962,02</b>	<b>R\$ 4.259.813,66</b>	<b>-</b>	<b>R\$ 390.407,38</b>	<b>-</b>
<b>Média 2002/2017</b>	<b>-</b>	<b>R\$ 266.238,35</b>	<b>16,6%</b>	<b>R\$ 24.400,46</b>	<b>1,6%</b>

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (2018). Adaptado pelo autor.

### 4.3 SÍNTESE

No período de 2002 a 2017, as despesas com juros e amortizações da dívida pública representaram, em média, 32% das despesas orçamentárias da União. Neste período foram pagos de juros pelo governo federal, de acordo com a DLSP, nada menos do que R\$ 4,260 trilhões.

Nesse sentido, o Brasil é definitivamente um dos países que mais gasta recursos orçamentários com juros da dívida pública. Como levantado anteriormente, não existe problema algum em um governo deter dívida, uma vez esta é sua principal

ferramenta na execução da política monetária da economia. No entanto, o elevado patamar de juros praticados por aqui em comparação ao cenário internacional possibilita o desvio de enorme quantidade de recursos que poderiam viabilizar a ampliação de investimentos em setores fundamentais como educação, saúde e infraestrutura.

O excessivo gasto com a dívida pública passou a justificar um discurso que resultou na adoção da política do atual ajuste fiscal, com a implementação de uma série de medidas que vão contra os interesses da maioria da população como a privatização do patrimônio público, as reformas da legislação trabalhista e previdenciária e a contenção dos gastos sociais.

Mais do que isso, os gastos com juros promovem uma verdadeira redistribuição às avessas do recursos fiscais, ao garantir que os tributos – arcados pelo setores produtivos da economia - sejam destinados a uma minoria privilegiada de credores da dívida.

Sendo assim, uma vez já apresentadas as exorbitantes somas gastas historicamente com as obrigações da dívida pública, o objetivo agora é demonstrar como as taxas de juros praticadas no Brasil atuam como um dos principais instrumentos no aumento da desigualdade de renda, confirmando as recentes pesquisas com dados fiscais da Receita Federal apresentadas no Capítulo 2.

## 5 PAGAMENTO DE JUROS E DESIGUALDADE

Neste capítulo serão detalhados os principais grupos de detentores da Dívida Pública no Brasil, objetivando determinar quem são os maiores beneficiários das altas taxas de juros praticadas por aqui. Também será analisado como esta estrutura de juros elevados impede uma redução da desigualdade quando se leva em consideração a renda dos brasileiros mais ricos de nossa economia, mesmo em períodos grande crescimento do PIB, baixo desemprego e elevado investimento social pelo qual passamos na última década.

Na seção 5.1 são apresentados os principais grupos de detentores da Dívida Pública Federal, procurando-se analisar as características de cada um desses grupos.

Na seção 5.2 é demonstrado a enorme concentração da riqueza financeira brasileira, seguindo a classificação da Anbima para contas de investimento.

Já na seção 5.3 é discutido como a estrutura de juros altos privilegia a faixa de renda mais rica da população, impedindo um decréscimo da desigualdade. Também é feita uma análise da composição das diferentes faixas de renda declaradas no Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF) junto à Receita Federal. A ideia é verificar como está dividida a renda do trabalho e os ganhos sobre o capital dentro de cada faixa de renda.

### 5.1 DETENTORES DA DÍVIDA PÚBLICA

A Secretaria do Tesouro Nacional, por meio de seu Relatório Mensal da Dívida Pública, vem divulgando, desde 2011, os principais detentores da dívida pública brasileira. Embora seja um quadro genérico, que não permite investigar detalhadamente o perfil dos principais credores, é possível constatar que eles são poucos e divididos principalmente entre bancos, fundos de investimento, fundos de previdência, seguradoras e investidores estrangeiros.

A fim de embasar o presente trabalho, solicitou-se à Secretaria do Tesouro Nacional que indicasse o número de credores em cada categoria de detentores<sup>24</sup>. Como resposta, limitou-se a informar que o Tesouro Nacional não seria o órgão

---

<sup>24</sup> Lei de acesso à informação (Lei n. 12.527/2011).

primário das informações de detentores<sup>25</sup>, as quais são geradas pelas centrais de custódia. Desta forma, os dados publicados pelo Tesouro Nacional no Relatórios Mensais e Anuais da Dívida Pública são fornecidos pelas referidas centrais de custódia, no formato e no nível de granularidade permitido, por força da Lei Complementar n. 105 de 2001.

O mesmo pedido foi então direcionado para as duas centrais de custódia responsáveis pela Dívida Mobiliária Federal Interna, SELIC e B3, que, no entanto, não responderam a solicitação até a conclusão desta pesquisa.

Dessa forma, procurou-se analisar os detentores da DPF com base nos dados agregados divulgados pela Secretaria do Tesouro Nacional. Estes dados foram, contudo, acrescidos de algumas estatísticas fornecidas por entidades representativas de classe, a fim de obter um melhor dimensionamento de cada grupo.

A tabela 7 apresenta os principais detentores da Dívida Pública Federal, bem como suas participações relativas para os períodos de março/2017 e março/2018. O grupo *Fundos de Investimento* é quem detém o maior estoque da dívida alcançando R\$ 1.024,51 bilhões, com uma participação relativa de 29,21% do total. No período de 12 meses esse grupo aumentou seu estoque num ritmo impressionante em R\$ 303,4 bilhões, atingindo o primeiro lugar em participação. Na sequência aparecem o grupo *Previdência* (22,8%), *Instituições Financeiras* (22,39%) e *Estrangeiros* (11,84%). O grupo Instituições Financeiras, apesar de ter reduzido sua participação relativa em 0,3 ponto percentual, ampliou seu estoque em R\$ 78,3 bilhões.

O montante que o governo deve a pessoas físicas residentes, através do Tesouro Direto,<sup>26</sup> é ínfimo e está incluso no item *Outros*, correspondendo a 5,53%. Porém, esse percentual é ainda menor, uma vez que dentro deste item estão inclusos também os títulos detidos por pessoas jurídicas não-financeiras.

---

<sup>25</sup> Anexo 1.

<sup>26</sup> O Tesouro Direto é um Programa do Tesouro Nacional para venda de títulos públicos federais para pessoas físicas, por meio da internet. Antes dele, o investimento em títulos públicos por pessoas físicas era possível somente indiretamente, por meio de fundos de renda fixa que, por cobrarem elevadas taxas de administração, reduziam a atratividade desse tipo de investimento.

TABELA 7 - DETENTORES DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS - (R\$ BILHÕES)

	mar/18		mar/17	
Fundos de Investimento	1.024,51	29,2%	721,07	23,2%
Previdência	799,66	22,8%	808,9	26,0%
Instituições Financeiras	785,23	22,4%	706,91	22,7%
Não-residentes	415,17	11,8%	412,74	13,3%
Governo	153,58	4,4%	164,23	5,3%
Seguradoras	135,14	3,8%	133,59	4,3%
Outros	194,13	5,5%	166,35	5,3%
<b>Total</b>	<b>3.507,42</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.435,49</b>	<b>100,0%</b>

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional (2018).

Segundo o Relatório Anual da Dívida Pública Federal (2018), divulgado também pelo Tesouro Nacional, o estoque investido pelas pessoas físicas no Tesouro Direto, passou de R\$ 41,1 bilhões no final de 2016 para R\$ 48,5 bilhões no final de 2017, o que significa um aumento de 18,1%. No entanto, esse montante equivale a apenas 1,41% da Dívida Pública Federal em dezembro de 2017.

Cabe destacar que as pessoas físicas podem também adquirir os títulos da dívida pública de forma indireta, por meio de aplicações em planos de previdência ou fundos de investimento.

As informações relativas aos investidores estrangeiros são restritas, pois não existe uma associação representativa de classes para este grupo. Eles são responsáveis por uma participação de 11,8%, de um total de R\$ 415 bilhões investidos.

No segmento Governo, com R\$ 153,58 bilhões investidos, os principais credores da dívida pública são o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

Uma análise preliminar pode levar a conclusão que a base de detentores da dívida pública brasileira é relativamente bem distribuída, com os fundos de investimento e previdenciários detendo a maior participação e as instituições bancárias detendo pouco mais que 22% dos títulos públicos.

Realmente, a participação relativa dos bancos encontra-se em seu menor nível histórico: em dezembro de 2008 a carteira própria dos bancos (tesourarias) atingia 39,6% do total de títulos em poder do público (Relatório Mensal da Dívida Pública, 2008). No entanto, avaliar a participação do sistema bancário apenas pela participação de sua tesouraria omite grande parte dos fatos. Para Bittencourt (2009, pág.384), “entendidos como conglomerados financeiros, os bancos, além das



tesourarias, incluem corretoras de valores, gestoras de investimentos, seguradoras e administradoras de planos de previdência, dentre outras instituições, e, desse ponto de vista, pode-se dizer que estão por trás das decisões de investimento de uma parcela muito maior da dívida”.

Segundo os dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), os fundos de investimento geridos pelos bancos são os líderes disparados em volume sobre os ativos totais. A tabela 8 mostra que dos cinco maiores gestores de fundos de renda fixa (constituídos basicamente de títulos públicos federais), cinco pertencem aos maiores bancos do país.

TABELA 8 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS MAIORES FUNDOS DE RENDA FIXA E DE PREVIDÊNCIA PRIVADA - MARÇO DE 2018

Instituições Financeiras e Assets			R\$ milhões	
Ordem	Gestor	Renda Fixa	Gestor	Previdência
1	BB DTVM S.A	550.668,03	BB DTVM S.A	232.070,78
2	ITAU UNIBANCO SA	374.129,11	BRADESCO	194.722,90
3	BRADESCO	331.458,63	ITAU UNIBANCO SA	153.984,06
4	CAIXA	216.762,03	CAIXA	50.076,32
5	BANCO SANTANDER	165.504,52	BANCO SANTANDER	41.204,77
6	J SAFRA ASSET	38.012,03	KINEA INVESTIMENTO	15.898,79
7	BNP PARIBAS	28.044,23	J SAFRA ASSET	13.011,02
8	WESTERN ASSET	23.510,91	ICATU VANGUARDA	7.997,32
19	SICREDI	16.028,57	VERDE ASSET	5.765,03
10	BTG PACTUAL	15.832,48	SUL AMERICA INVEST.	4.712,12

FONTE: Anbima (2018).

Segundo esses mesmos dados, os fundos de investimento em renda fixa tinham em carteira, em março de 2018, R\$ 1,959 trilhões em patrimônio líquido. Ou seja, apenas o patrimônio líquido dos 5 maiores bancos são responsáveis por 84% (R\$ 1,638 trilhões) do total dos fundos especializados em renda fixa.

O mesmo acontece em relação aos fundos previdência. De acordo com a Anbima, em março de 2018 os fundos previdenciários privados detinham o montante de R\$ 749,17 bilhões de patrimônio líquido. O resultado da concentração dos cinco maiores bancos neste setor é maior ainda, detendo nada menos que 89,71% (R\$ 672,06 bilhões) do total dos fundos previdenciários privados.

Pode-se argumentar que a origem dos recursos desses fundos venha em grande parte dos investidores pessoas físicas e de empresas, e que os bancos apenas os gerenciam. Todavia, sobre os fundos de renda fixa são cobradas taxas de administração médias de 1% ao ano sobre o patrimônio total aplicado, sendo que para

a grande maioria dos correntistas que possui poucos recursos para investir são cobradas taxas mais elevadas. Também são cobradas taxas de desempenho quanto o fundo em questão consegue bater a rentabilidade de referência (em geral o CDI<sup>27</sup>). No caso dos fundos de previdência, além da taxa de administração, existe também a incidência da taxa de carregamento, que é uma porcentagem sobre o valor total investido.

Os bancos também são proprietários das principais seguradoras do país. Das cinco maiores empresas de seguro, quatro são controladas por bancos, ou tem entre eles seus principais acionistas (Ranking Valor Econômico, 2018). Este setor tem boa parte do seu ganho financeiro decorrente das aplicações em títulos públicos.

Desse modo, a estreita relação entre os fundos de investimento, fundos de previdência, seguradoras e as tesourarias dos bancos demonstra a grande concentração das instituições bancárias sobre o montante da dívida pública.

Além disso, um outro canal importante que demonstra a posição estratégica que os bancos detêm nas decisões sobre demanda por títulos públicos se dá por meio das operações compromissadas. Essas operações são realizadas com títulos públicos em poder do Banco Central, e, portanto, não são contabilizadas na metodologia da Dívida Pública Federal. Segundo dados do Banco Central de março de 2018, o estoque de operações compromissadas realizadas com o setor bancário totalizou R\$ 1,114 trilhão, o equivalente a 16,8% do Produto Interno Bruto (PIB) e a 32% da Dívida Pública Federal (DPF). Estas operações cresceram exponencialmente depois da crise global de 2008, com a função de enxugar os fluxos de recursos gerados pelas políticas de afrouxamento monetário adotadas pelos Estados Unidos, a União Europeia e o Japão. No entanto, essas negociações geram o pagamento de enormes quantias de juros contra o Tesouro, com um custo bem próximo da taxa de curto prazo interbancária (Selic)<sup>28</sup>. Sobre o montante de títulos públicos utilizados como garantia das operações compromissadas foram dispendidos em 2017, nada menos que R\$ 101,871 bilhões. Ou seja, os bancos também embolsam enormes quantidades de lucros por meio desse canal.

É esta elevada participação na Dívida Pública brasileira um dos principais

---

<sup>27</sup> CDI é um indexador de investimentos, cuja taxa é estabelecida diariamente com base nas operações de emissão de depósitos entre bancos.

<sup>28</sup> Essas operações são na verdade contratadas a taxas prefixadas. No entanto, como essas taxas se baseiam na Selic no momento em que são fixadas e como os prazos acertados são curtos, na prática, o resultado é a proximidade entre as taxas contratadas e a Selic.

fatores pela qual os bancos brasileiros detenham as mais altas taxas de rentabilidade do mundo, esteja a economia aquecida ou não. De acordo com matéria publicada no Valor Econômico, em fevereiro de 2018, Banco do Brasil, Bradesco, Itaú Unibanco e Santander Brasil, os quatro maiores bancos de capital aberto do país, lucraram o montante de R\$ 64,9 bilhões em 2017. Este valor representa uma alta de 21% sobre o ano anterior. A rentabilidade média, calculada sobre o patrimônio foi de 13,9% para o setor bancário, contra 4,5% das empresas não financeiras. Isto num período em que o país vivia uma grave retração em sua atividade. A rentabilidade sobre patrimônio apenas do Itaú, o maior banco privado do país, alcançou a impressionante marca de 21,7%.

Segundo o mesmo artigo, os grandes bancos conseguiram melhorar seus resultados mesmo sem avançar no negócio que é a razão de sua existência: a concessão de crédito. O saldo de financiamentos registrou queda 1,3% em relação a 2016, indicando que os lucros bancários crescem mesmo quando o número de empréstimos diminuem.

Em 2016 haviam 154 instituições bancárias, sendo que 9 eram bancos públicos (Banco Central, 2018). Pode-se afirmar, no entanto, que uma parcela imensa da dívida está concentrada na mão dos cinco maiores bancos<sup>29</sup> do país, refletindo a mesma concentração encontrada no sistema financeiro nacional.

## 5.2 A CONCENTRAÇÃO DA RIQUEZA FINANCEIRA

Segundo os dados do Fundo Garantidor de Crédito (2015, citado por Costa), o número de contas bancárias no Brasil tiveram um crescimento expressivo de 279%, de 1999 a 2015<sup>30</sup>. O mesmo ocorreu com o volume de operações de crédito que ultrapassaram pela primeira vez a marca de 50% do PIB a partir de 2012<sup>31</sup>. Embora tenha sido positivo o movimento de “bancarização” da população brasileira na última década, com crescimento no número de contas, e também no volume de crédito concedido para todas as faixas de renda, um número muito pequeno de indivíduos ainda concentra a maior parte dos investimentos financeiros.

---

<sup>29</sup> Segundo ranking Valor 1000, os maiores bancos por ativos totais em dezembro de 2016 são: Itaú, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Bradesco e Santander.

<sup>30</sup> De 74,9 milhões em 1999 para 209,2 milhões em 2015 (FGC).

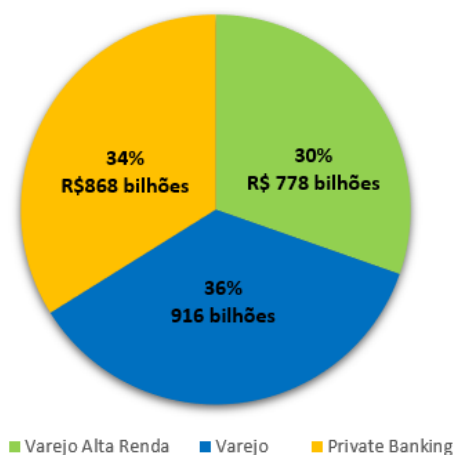
<sup>31</sup> Embora tenham retornado para baixo deste patamar desde outubro de 2016.

De acordo com Costa (2016), “a desigualdade social no Brasil pode ser observada a partir da interação dos cidadãos com o sistema bancário.” Numa breve análise da distribuição dos investimentos disponibilizados pela Anbima (2018), podemos obter uma estimativa dessa desigualdade. Segundo esses dados os investidores são classificados basicamente em três categorias: *varejo*, *varejo alta renda* e *private banking*. No *varejo* estão inclusos aqueles indivíduos com investimentos menores que R\$ 100 mil (“pobres” e “classe média baixa”), no *varejo alta renda* aqueles que possuem entre R\$ 100 mil e R\$ 1 milhão (“classe média alta”) e no *private banking*, estão investimentos acima de R\$ 1 milhão (“ricos” e “super-ricos”). Essa classificação, no entanto, pode variar conforme outros critérios eventualmente adotados pelas instituições participantes.

De acordo com os dados de 2017, do número total de contas de investimento no mercado financeiro, 91,63% são classificados como *varejo*, detendo o total de R\$ 916,06 bilhões, 8,21% são considerados como alta renda, com R\$ 778,15 bilhões em investimentos e apenas 0,16% são denominados como *private banking*, com um montante de R\$ 868,0 bilhões. Quando juntamos esses dois dados obtemos uma imagem bem próxima da realidade brasileira, conforme pode ser visualizado nos gráficos 3 e 4.

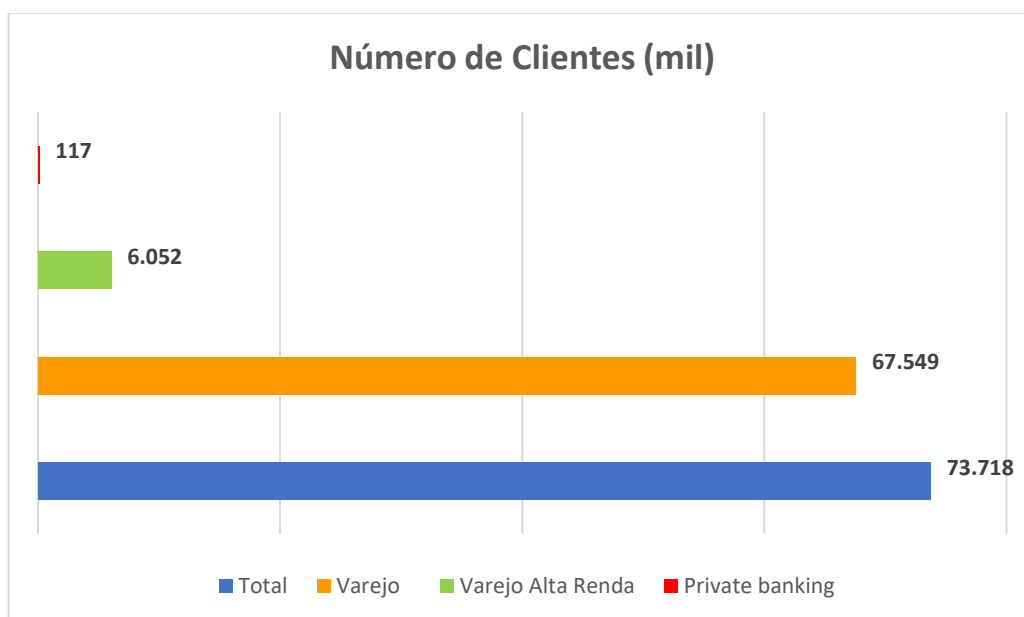
Assim, em 2017, haviam R\$ 2,562 trilhões de riqueza financeira em contas de investimentos, como CDB, LCI, títulos públicos, poupança e fundos de investimentos. Indivíduos classificados como *alta renda* e *private banking* detinham nada menos do que 64,2% desse total, embora representassem apenas 8,37% de todas as contas de investimentos. Olhando apenas para o *private banking*, constatamos que estes detinham 34% de todo montante financeiro investido, com apenas 0,16% do número total de contas, demonstrando claramente o alto grau de desigualdade social de nosso país. Esta concentração pode ser ainda maior visto que nesses dados não são considerados os recursos destinados a previdência do segmento *private banking*.

GRÁFICO 3 - TOTAL DA RIQUEZA FINANCEIRA EM CONTAS DE INVESTIMENTO

**Total da Riqueza Financeira (dez. 2017)**

FONTE: Anbima (2018).

GRÁFICO 4 - NÚMERO DE CONTAS POR GRUPO - DEZEMBRO/2017



FONTE: Anbima (2018).

Quando se segmenta as contas bancárias de acordo com os instrumentos de investimentos, observamos que em 2017 haviam um montante de R\$ 665,67 bilhões em recursos nas cadernetas de poupança, alcançando um total de 26% dos investimentos financeiros. Nesse segmento o *varejo* é responsável por nada menos do que 86% do total investido, contra 13,6% do *varejo alta renda* e apenas 0,23% do *private banking*. Este é um indicador importante, pois demonstra que quanto maior a disponibilidade de recursos, maior é o investimento em segmentos mais rentáveis.

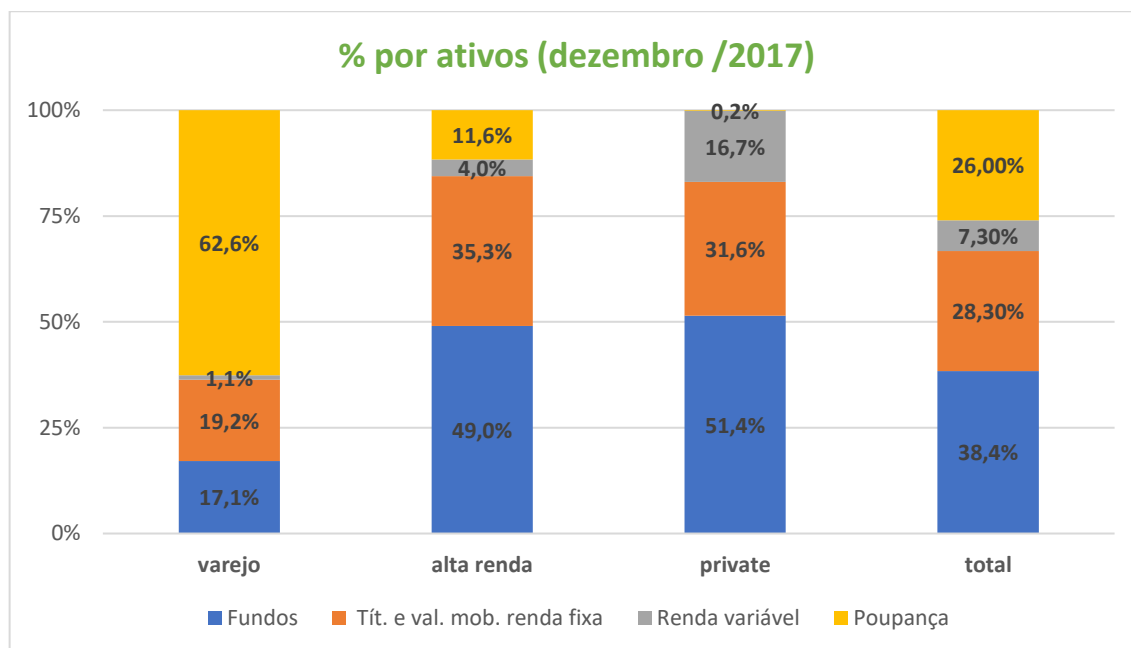
Muitos ativos de renda fixa e fundos de investimento exigem uma aplicação mínima bastante elevada, inviabilizando a aplicação inicial para a grande maioria do público. Nesse sentido, a poupança é sem dúvida o instrumento de investimento mais conhecido da população em geral, pois apresenta fácil acessibilidade, não é restritiva quanto ao volume de recursos, não tem taxa de administração, além de ser isenta de tributação, não exigindo que seja calculada diferentes alíquotas de imposto de renda. No entanto, esta aplicação apresenta uma rentabilidade menor que a taxa Selic e em alguns anos apresentou retornos negativos quando descontada da inflação. Isto demonstra que a grande maioria da população não tem recursos de reserva ou de proteção contra a desvalorização monetária.

Em relação aos fundos de investimentos, em 2017 haviam um montante de R\$ 984,5 bilhões em recursos neste segmento, alcançando um total de 38,4% dos investimentos financeiros. Neste segmento podemos agora observar o inverso das aplicações em poupança, com o *varejo* apresentando participação de 15,8% em fundos de investimentos, contra 39% da *alta renda* e 45,4% do público *private banking*. Os grupos *alta renda* e *private banking* chegam a deter 50% de seus investimentos totais em fundos de investimento.

Segundo o Tesouro Nacional, os fundos de investimento detêm R\$ 1,024 trilhões em ativos da dívida pública, correspondentes a uma participação relativa de 29,21% do total. Como visto agora, a maior parte desse montante pertence a investidores de grande porte.

Nos gráficos 5 e 6 é possível identificar a composição da carteira média para os segmentos *varejo*, *alta renda* e *private banking*, assim como a participação de cada grupo por ativo.

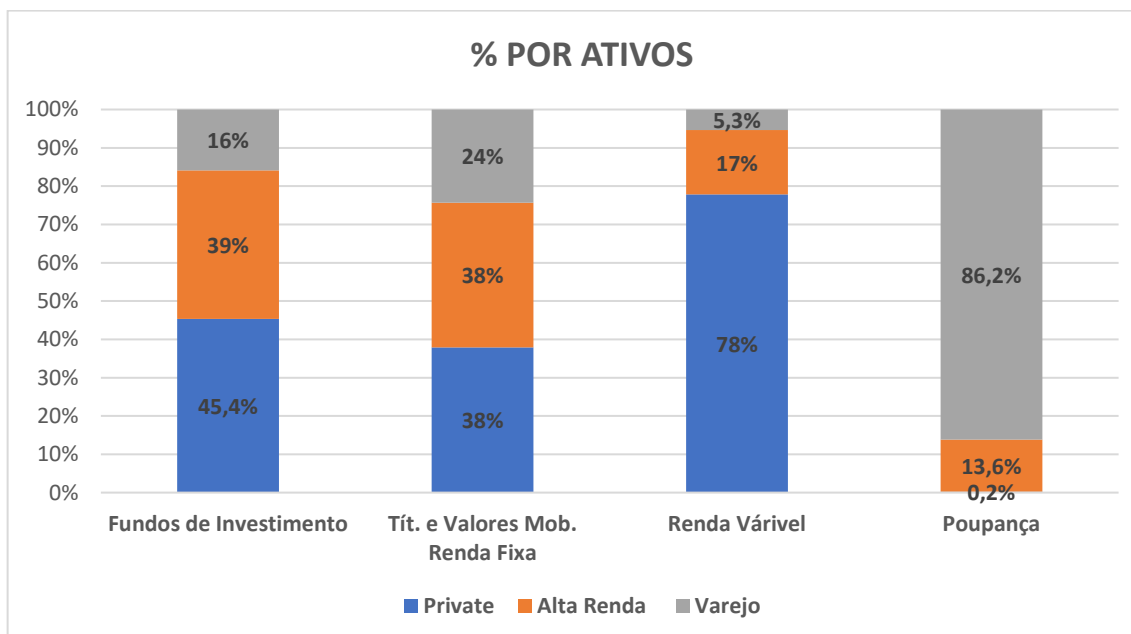
GRÁFICO 5 - PERCENTUAL DE ATIVOS POR SEGMENTO - DEZEMBRO/2017



FONTE: Anbima (2018).

NOTA: Fundos incluem fundos de renda fixa, de ações, multimercado, cambiais e estruturados. Títulos e valores mobiliários de renda fixa incluem títulos públicos federais, debêntures, ativos de capitalização bancária (CDB), ativos com lastro imobiliário e ativos com lastro agropecuário.

GRÁFICO 6 - PERCENTUAL DE CADA SEGMENTO POR ATIVO – DEZEMBRO/2017



FONTE: Anbima (2018).

NOTA: Fundos incluem fundos de renda fixa, de ações, multimercado, cambiais e estruturados. Títulos e valores mobiliários de renda fixa incluem títulos públicos federais, debêntures, ativos de capitalização bancária (CDB), ativos com lastro imobiliário e ativos com lastro agropecuário.

Existem também 1.518 fundos classificados com fundos de previdência

privada no Brasil. Como estes fundos devem manter seus recursos aplicados em investimentos de baixíssimo risco, quase a totalidade de suas aplicações são feitas em títulos públicos. Segundo dados da Anbima havia o montante de R\$ 749,2 bilhões em fundos previdenciários em março de 2018. Este valor representa 94% do total detido pelo grupo Previdência na Dívida Pública Federal.

Ocorre, que assim como as aplicações bancárias e os fundos de investimento, a previdência privada também é um espelho da desigualdade de renda do Brasil. Uma pesquisa realizada pelo Datafolha, em maio de 2017 (Folha de São Paulo, 2017), concluiu que apenas 10% dos brasileiros possuíam previdência privada. De acordo com o estudo, esses percentuais variaram com o nível de renda, alcançando 27% para aqueles que declararam renda superior a dez salários mínimos, e apenas 4% para aqueles que recebem menos de dois salários mínimos.

Ou seja, não somente a riqueza financeira do Brasil é altamente concentrada como também fica claro que o acesso aos melhores tipos de investimentos também o são. Como as altas taxa de juros praticadas por aqui são um dos principais motivos para o crescimento desta concentração da riqueza financeira, uma participação maior da população menos favorecida nessas modalidades de investimentos mais rentáveis poderia atenuar essa diferença, ou pelo menos, protegê-las contra a desvalorização monetária de seus recursos.

### 5.3 A CONTRIBUIÇÃO DOS JUROS NA RENDA DO CAPITAL FINANCEIRO

Quando se analisa o crescimento da renda total no período de 1995 a 2017, um dos pontos que se destaca é o grande crescimento da renda do capital em relação a renda do trabalho. Os recentes estudos sobre a desigualdade realizados com dados de imposto de renda já apontavam para este fato: mesmo com um crescimento da renda para todas as faixas da população nos anos 2000, a renda do topo mais rico cresceu num ritmo ainda mais forte. O que se observou foi que a desigualdade total não caiu em razão dos ganhos com capital terem sido muito superiores a queda na desigualdade no trabalho.

De acordo com Marcelo Medeiros (2017, citado por Valor Econômico), um dos primeiros pesquisadores a utilizar os dados disponibilizados pela Receita, “junto com a queda da pobreza, houve no período um aumento muito forte na proporção na renda dos mais ricos dos rendimentos de capital, que englobam venda de ações, aluguéis,



lucros e mercado imobiliário, entre outros.” Esse crescimento é claramente refletido na arrecadação do IRPF sobre os rendimentos do capital, conforme podemos observar na tabela 9, onde a arrecadação de impostos sobre os rendimentos de capital cresceu 243% no período de 1995 a 2016.

TABELA 9 - ARRECADAÇÃO IRPF SOBRE RENDIMENTOS DE CAPITAL PARA O PERÍODO DE 1995 A 2016 (A PREÇOS DE ABRIL/2018 - IPCA) UNIDADE: R\$ MILHÕES

<b>1995</b>	18.279,59	<b>2003</b>	43.417,50	<b>2011</b>	51.147,81
<b>1996</b>	18.458,59	<b>2004</b>	36.805,66	<b>2012</b>	46.793,23
<b>1997</b>	17.730,51	<b>2005</b>	39.626,49	<b>2013</b>	45.988,36
<b>1998</b>	40.876,42	<b>2006</b>	40.222,19	<b>2014</b>	49.961,85
<b>1999</b>	44.622,04	<b>2007</b>	39.730,43	<b>2015</b>	60.208,95
<b>2000</b>	32.570,14	<b>2008</b>	43.575,81	<b>2016</b>	62.650,92
<b>2001</b>	43.254,43	<b>2009</b>	38.435,01		
<b>2002</b>	42.440,26	<b>2010</b>	38.509,02		

Taxa e crescimento de 1995-2016: 243%

FONTE: Secretaria da Receita Federal (2017). Adaptada pelo autor.

Se considerarmos exclusivamente a renda do capital financeiro, podemos fazer uma rápida simulação da influência das taxas de juros praticadas no Brasil sobre este crescimento, apenas utilizando a taxa Selic e a inflação (IPCA) para o intervalo de 1995-2017.

Analisando inicialmente o período de 1995-2002, que foi notadamente de juros mais altos, temos que a taxa Selic média correspondeu a 25,33% ao ano. O IPCA médio para o mesmo intervalo foi de 9,25% a.a., o que resultou numa impressionante taxa real de acumulação de 16% a.a. Enquanto isso, de acordo com Costa (2015, p.3-4) o rendimento médio real dos trabalhadores teve uma queda de -1,05% ao ano para o mesmo período. Ou seja, uma acumulação da renda financeira de 327% contra uma perda na renda do trabalho de -16,6% no poder de compra.

Para o período de 2003 a 2017 a taxa Selic ficou no patamar médio de 12,5% ao ano, mais que o dobro dos 6% ao ano da inflação. Assim, os juros reais médios anuais ficaram em 6,5% anuais para este intervalo. Segundo Costa (2015, p.3-4), a variação das rendas do trabalho cresceram a uma média anual de 1,1% entre 2003-2015. Isto representa um crescimento aproximado da renda do capital financeiro 6 vezes maior que a renda do trabalho.

Embora este cálculo não corresponda ao crescimento exato da renda do capital

financeiro, visto que existem aplicações financeiras que rendem menos do que a Selic, como as cadernetas de poupança e também investimentos de melhor desempenho que esta<sup>32</sup>, a taxa Selic pode ser considerada uma taxa média em razão de ser a base da rentabilidade de todo mercado interbancário e dos títulos públicos em mercado.

Seguindo nessa mesma linha de análise, quando observamos novamente os dados da Anbima (2018) segundo sua classificação de investidores *em varejo*, *alta renda* e *private banking*, temos que de 2014 a 2017 a riqueza financeira total cresceu 37%. No entanto, quando segregamos cada grupo podemos observar que o segmento *varejo* cresceu apenas 18,15% neste período. Neste mesmo intervalo o segmento *alta renda* cresceu nada menos do que 55%, ou seja, três vezes mais. Já o grupo *private banking* aumentou seu volume financeiro em 45,3%.

O mesmo crescimento é observado quando analisamos a riqueza per capita de cada segmento para o intervalo 2015-2017. O *varejo tradicional* elevou em apenas R\$ 1.171,00 sua riqueza per capita (para R\$ 13.561,49); o *varejo de alta renda* elevou em R\$ 13.020,00 sua riqueza per capita (para R\$ 128.583,5), enquanto o *private banking*, elevou sua renda em nada menos que R\$ 1,464 milhão, atingindo R\$ 7,392 milhões de riqueza per capita. Isto em um período com queda acumulada de -8,3% no PIB per capita brasileiro.

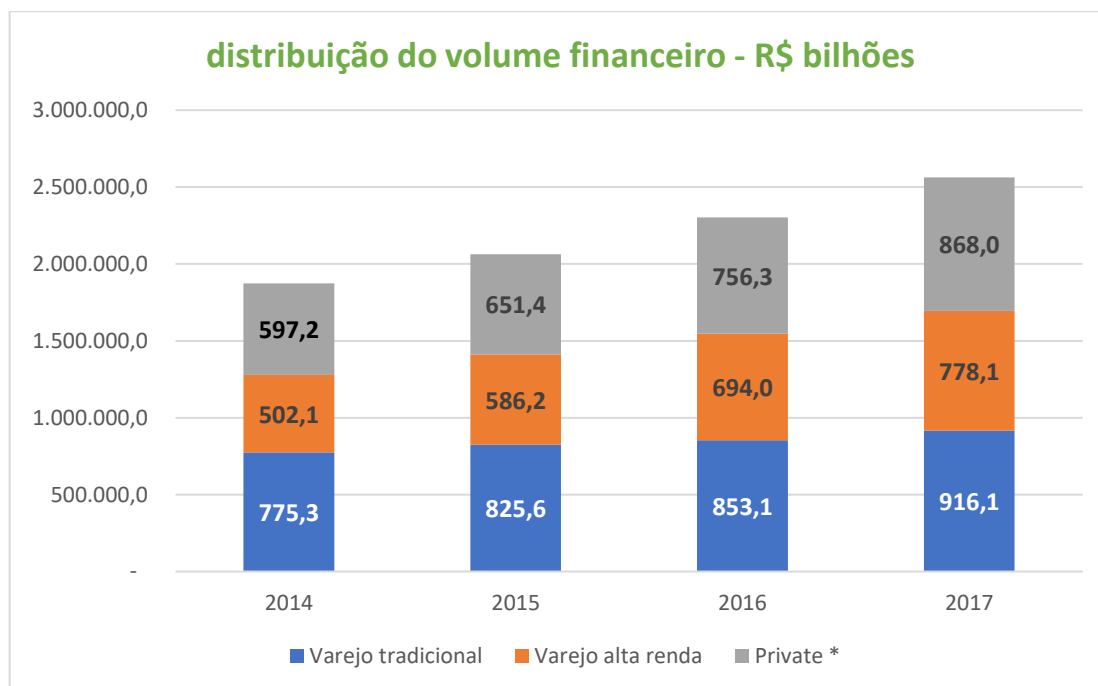
Esses resultados estão ligados diretamente aos instrumentos de investimentos realizados por cada grupo. Como já comentado acima, para o público classificado como *varejo*, a poupança ainda é o principal canal de investimento, fazendo com que esta categoria obtenha uma rentabilidade bem inferior as demais. Já os grupos *alta renda* e *private banking*, em razão de possuírem um montante de recursos muito superior, conseguem ter acesso a produtos diferenciados de captação. Um exemplo disso são os inúmeros fundos de investimentos bilionários, que contam com gestores altamente especializados e exigem elevadas somas de dinheiro para a admissão de novos cotistas.

Assim, ainda de acordo com os dados da Anbima, podemos observar no gráfico 7 as variações na riqueza financeira para os clientes *Private*, *Varejo Alta Renda* e *Varejo* para o período de 2014 a 2017.

---

<sup>32</sup> Títulos de prazos mais longos por exemplo.

GRÁFICO 7 - VARIAÇÕES NO VOLUME FINANCEIRO POR GRUPOS DE RENDA - DEZ./2017



FONTE: Anbima (2018).

NOTA: O volume total não considera a previdência do segmento de *private banking*.

Outro ponto evidente é a enorme participação dos rendimentos do capital no topo da distribuição de renda no Brasil. Pelas declarações do imposto sobre a renda da pessoa física (IRPF) é possível verificar esta concentração de forma mais detalhada. Assim, na tabela 10 são apresentados as tabulações agregadas por faixas de rendimentos do IRPF exercício de 2017, ano-calendário 2016. Nela são distribuídos os declarantes do imposto de renda conforme os diferentes níveis de rendimentos e apresentado também as participações da *renda bruta tributável*, *rendimentos isentos* e da *renda sob tributação exclusiva* em relação aos rendimentos totais.

Os “*rendimentos isentos*” são aqueles livres de tributação. Alguns itens que fazem parte desta categoria são: a) rendimentos da caderneta de poupança, b) lucro na venda de ações e ouro até o valor R\$ 20 mil, c) lucros e dividendos distribuídos aos sócios de empresas, d) parcela isenta de pensões e aposentadorias recebidas por pessoas acima de 65 anos.

TABELA 10 - RESUMO DAS DECLARAÇÕES POR FAIXA DE RENDIMENTOS TOTAIS (EM MILHÕES) EXERCÍCIO 2017, ANO-BASE 2016

faixas de rendimentos anuais (R\$ mil)	quantidade de declarantes	rend. total (R\$ milhões)	rend. tributável (R\$ milhões)	rend. tribut. exclusiva (R\$ milhões)	rend. isentos (R\$ milhões)	% trib. Exclusiva / rend. totais	% rend. isentos / rend. totais	% trib. exclusiva + isentos / rend. totais
0 a 5,7	1.304.128	509	309	59	142	12%	28%	39%
5,7 a 11,4	588.273	5.623	5.069	121	433	2%	8%	10%
11,4 a 22,9	1.360.094	21.953	17.910	789	3.253	4%	15%	18%
22,9 a 34,3	3.994.153	108.800	96.860	3.588	8.352	3%	8%	11%
34,3 a 57,2	7.605.675	313.950	257.553	20.081	36.317	6%	12%	18%
57,2 a 114,5	7.421.683	544.001	418.518	39.524	85.959	7%	16%	23%
114,5 a 229	3.562.146	517.171	360.051	42.094	115.026	8%	22%	30%
229 a 457,9	1.488.251	429.549	257.288	41.564	130.697	10%	30%	40%
457,9 a 915,8	482.377	272.959	120.849	32.771	119.339	12%	44%	56%
915,8 a 1.831,7	128.933	146.398	39.635	20.753	86.009	14%	59%	73%
Mais de 1.831,7	67.934	384.556	46.054	79.980	258.522	21%	67%	88%
		<b>2.745.46</b>						
<b>Total</b>	<b>28.003.647</b>	<b>8</b>	<b>1.620.096</b>	<b>281.324</b>	<b>844.049</b>	<b>10%</b>	<b>31%</b>	<b>41%</b>

FONTE: Secretaria da Receita Federal, (2017). Adaptado pelo autor.

NOTA: \*O rendimento total é a soma do rendimento tributável, do rendimento de tributação exclusiva na fonte e dos rendimentos isentos. (Rtotal = RT + RTEF + RI).

Já os “rendimentos tributados exclusivamente na fonte” apresentam uma tributação específica para cada item. No entanto em se tratando de aplicações financeiras estas tendem a ter uma menor carga tributária em relação ao imposto sobre salários. Fazem parte deste grupo: a) rendimentos decorrentes de ganhos de capital na alienação de bens e direitos em renda variável, b) décimo terceiro salário; c) juros sobre capital próprio e d) os rendimentos de aplicações financeiras, entre eles os títulos públicos.

A partir das declarações do IR podemos notar uma clara tendência de crescimento do percentual de rendimentos isentos e dos tributados exclusivamente na fonte conforme aumenta o nível da renda. São nestes grupo que estão concentrados a maior parte dos rendimentos sobre o capital, e que tendem a ser a base dos ganhos no topo mais rico da distribuição. Já os rendimentos tributáveis, em sua maioria provenientes do trabalho, apresentam movimento inverso, concentrando a maioria dos recursos nas faixas de rendas intermediárias.

Em 2017, o universo de declarantes foi de 28 milhões de pessoas. Destes, um total de 67.934 indivíduos (0,2%) detinham rendimentos maiores que R\$ 1,832 milhão por ano, ou, rendimentos superiores a R\$ 153 mil por mês. Este seletor grupo obtém

nada menos que 88% de sua renda a partir de rendimentos isentos e rendimentos tributados exclusivamente na fonte. Podemos facilmente depreender que esse nível de rendimentos não são provenientes de aposentadorias, pensões ou de décimo terceiro salários. Também como visto nos dados da distribuição da riqueza financeira da Anbima, este grupo investe muito pouco em cadernetas de poupança, com uma parcela de apenas 0,23% do volume total deste segmento. Assim, podemos deduzir que a quase totalidade desses valores são oriundos de rendimentos do capital, sendo que uma parte bastante significativa tem origem no capital financeiro.

Quando analisamos a fração de cada faixa de renda em relação aos diferentes rendimentos, como mostrado na Tabela 11, reforçamos ainda mais o retrato da extrema concentração do capital do topo mais rico.

TABELA 11 - PERCENTUAL DE CADA FAIXA DE RENDA SOBRE DIFERENTES RENDIMENTOS - EXERCÍCIO 2017, ANO-BASE 2016

faixas de rendimentos anuais (R\$ mil)	% quantidade total de declarantes	% rendimento total	% rendimento tributável total	% rendimento tributação exclusiva total	% rendimentos isentos totais	% rendimentos isentos + tributação exclusiva
<b>Acima de 1.831,7</b>	0,2%	14,0%	2,8%	28,4%	30,6%	30,1%
<b>Acima de 915,8</b>	0,7%	19,3%	5,3%	35,8%	40,8%	39,6%
<b>Acima de 457,9</b>	2,4%	29,3%	12,7%	47,5%	55,0%	53,1%
<b>Acima de 229,0</b>	7,7%	44,9%	28,6%	62,2%	70,4%	68,4%
<b>Acima de 114,5</b>	20,5%	63,8%	50,9%	77,2%	84,1%	82,4%
<b>De 0 a 114,5</b>	79,5%	36,2%	49,1%	22,8%	15,9%	17,6%

FONTE: Secretaria da Receita Federal (2017). Adaptado pelo autor.

Apenas 0,2% dos declarantes, que correspondem a 67.934 pessoas, acumulam 14% de toda a renda declarada no IRPF no Brasil. Eles também são responsáveis por 30,6% de todo rendimento isento e de 28,4% do rendimento com tributação exclusiva.

Declarantes com rendimentos acima de R\$ 916 mil anuais, que equivalem a apenas 0,7% das declarações (196.867 indivíduos) são detentores de quase 20% da renda total, 40,8% de toda renda isenta e de 35,8% de todo rendimento com tributação exclusiva na fonte.

Já quando chegamos aos 20,5% mais ricos (5,73 milhões de pessoas), observamos então, que estes são responsáveis por 64% do rendimento total declarado, nada menos do que 84,1% dos rendimentos isentos e 77,2% dos

rendimentos tributados exclusivamente na fonte.

A Declaração de IRPF 2017 – ano calendário 2016, também revela que do total de Bens e Direitos declarados, equivalentes a R\$ 8,134 trilhões, cerca de 42% é composto por ativos financeiros, inclusive monetários. A divulgação de informações do IRPF, feita por tabulações agregadas por faixas de rendimentos, não permite detalhar os ganhos de capital e transferências patrimoniais. No entanto, mesmo sem desdobrar a renda do capital, podemos ter uma boa ideia de como os juros da dívida pública beneficiam diretamente um grupo muito pequeno da população.

As tabelas 12 e 13 detalham os *rendimentos sujeitos à tributação exclusiva* e os *rendimentos isentos* pagos para o ano de 2016. A partir destes números podemos ter uma ideia geral dos instrumentos pelos quais estes juros chegam a seus detentores.

Em relação aos *rendimentos sujeitos à tributação exclusiva*, as aplicações financeiras aparecem em segundo lugar em valores recebidos, um pouco atrás dos rendimentos com 13º salário. Em 2016, foram pagos R\$ 83,37 bilhões por meio desses investimentos. Como já explicado, a divulgação dos rendimentos do capital pela Receita Federal não nos permite ir além na apuração da participação dos juros da dívida para esses rendimentos. No entanto, é possível afirmar por meio de um cruzamento com os dados da Anbima, que a maior parte dessas aplicações está conectada direta ou indiretamente com os títulos da Dívida Pública. Desta maneira, a maior parcela desses investimentos são feitos por meio de fundos de investimentos, ou por intermédio de CDBs, em que os bancos captam recursos dos clientes e pagam a rentabilidade dos títulos públicos descontadas de um *spread*<sup>33</sup>. Cadernetas de poupança e ativos com lastro imobiliário ou agrícola são isentos de imposto de renda<sup>34</sup>. Temos então aproximadamente 30% de todos os *rendimentos sujeitos à tributação exclusiva* inclusos neste segmento.

---

<sup>33</sup> *Spread* bancário é a diferença entre o que os bancos pagam na captação de recursos e o que eles recebem ao investir em títulos públicos, ou ao conceder um empréstimo para uma pessoa física ou jurídica.

<sup>34</sup> Rendimentos de poupanças, letras hipotecárias, LCI, LCA, CRI, CRA.

TABELA 12 - RENDIMENTOS SUJEITOS À TRIBUTAÇÃO EXCLUSIVA (R\$ BILHÕES)

13º salário	86,81
<b>Rend. de Aplicações Financeiras<sup>35</sup></b>	<b>83,37</b>
Ganho Cap. na alienação de bens ou direitos	32,91
<b>Participação nos lucros ou resultados</b>	<b>24,75</b>
Rendimentos recebidos acumuladamente	15,35
<b>Juros sobre capital próprio</b>	<b>13,40</b>
Ganho Cap. alien. bens/dir. e aplic. adquir. moeda estrang.	4,19
Ganhos líquidos em renda variável	4,06
Outros	16,12
<b>Total Rendimentos sujeitos à Tributação Exclusiva</b>	<b>281,32</b>

FONTE: Secretaria da Receita Federal (2017). Adaptado pelo autor.

NOTA: \*Fazem parte deste grupo os rendimentos dos fundos de investimento, fundos de previdência privada e ativos de capitalização bancária (CDBs).

TABELA 13 - RENDIMENTOS ISENTOS E NÃO TRIBUTÁVEIS (BILHÕES)

<b>Lucros e dividendos recebidos</b>	<b>269,41</b>
Transferências patrimoniais - doações e heranças	84,40
Rendimentos de sócio de ME ou optante pelo Simples, exceto pró-labore	80,86
Parcela isenta de aposentadoria de maior de 65 anos	63,09
Rendimentos de poupanças, letras hipotecárias, LCI, LCA, CRI, CRA	58,34
Pensão, aposentadoria ou reforma por doença grave ou por acidente	46,86
Indenizações por rescisão de contrato de trabalho, PDV e FGTS	36,88
Incorporação de reservas ao capital/Bonificações em ações	15,05
Outros	113,61
<b>Total Rendimentos Isentos e Não Tributáveis:</b>	<b>654,88</b>

FONTE: Secretaria da Receita Federal (2017). Adaptado pelo autor.

Outra parte dos juros da dívida pública é distribuída aos seus detentores

<sup>35</sup> Fazem parte deste grupo os rendimentos dos fundos de investimento, fundos de previdência privada e ativos de capitalização bancária (CDBs).

peças físicas por meio de dividendos e juros sobre capital próprio pagos pelas empresas. Somente em 2016 foram distribuídos R\$ 269,41 bilhões de dividendos e R\$ 13,4 bilhões em juros sobre capital próprio (Receita Federal, 2017). Neste caso, como demonstrado no início do capítulo, as empresas que mais detêm títulos públicos são os bancos, empresas de previdências privada e seguradoras. Em 2017, o lucro consolidado das empresas brasileiras de capital aberto foi de R\$ 144 bilhões. Somente as empresas financeiras foram responsáveis por quase metade deste lucro ou R\$ 70,8 bilhões (Money Times, 2018).

As elevadas taxas de juros pagos pelos títulos públicos influenciam diretamente no lucro dessas instituições, tanto por meio de suas tesourarias, como pelos juros recebidos de operações compromissadas com o Banco Central. Segundo o Dieese (2017), somente em 2016 o lucro líquido dos cinco maiores bancos brasileiros – Itaú Unibanco, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Bradesco e Santander — somou R\$ 59,6 bilhões<sup>36</sup>. O maior lucro foi registrado pelo Itaú: R\$ 22,2 bilhões, enquanto o Bradesco obteve R\$ 17,1 bilhões. As receitas com títulos e valores mobiliários (TVM) dos cinco maiores bancos chegaram R\$ 229,4 bilhões. Já em 2017 o lucro dos cinco maiores bancos cresceu 33,5% alcançando o recorde histórico de R\$ 77,4 bilhões (DIEESE, 2018). O maior lucro líquido do período foi obtido pelo Itaú Unibanco, correspondente a R\$ 24,9 bilhões, seguido novamente pelo Bradesco, com R\$ 19 bilhões.

Segundo a consultoria econômica Economática (2017), a rentabilidade sobre o patrimônio dos grandes bancos brasileiros é uma das mais elevadas do mundo: em ranking composto por instituições financeiras com ativos totais superiores a US\$ 100 bilhões, dentre as 25 com melhor rentabilidade estão quatro bancos brasileiros, com Itaú figurando em primeiro, Bradesco em quinto e Banco do Brasil em nono.

Estes resultados dos bancos destoam bastante do restante da economia, que passa por um prolongado período recessivo. Além disso, neste intervalo as instituições bancárias contaram com decréscimo no volume de empréstimos e aumento maciço do provisionamento para devedores duvidosos (PDD), o que, no entanto, afetou muito pouco a última linha de seus balanços. Tal fenômeno só vem a reforçar a influência dos juros da dívida na composição das taxas lucros destas instituições.

Toda essa pujança nos lucros se reflete diretamente em dividendos e juros

---

<sup>36</sup> Mesmo com os lucros apresentando queda de 12,1% em relação a 2015, em razão dos bancos terem feito forte provisionamento contra devedores duvidosos (PDD).



sobre capital próprio pagos aos seus acionistas. De acordo com a Economática (2017), os bancos brasileiros aparecem também entre os maiores pagadores de dividendos do mundo entre instituições financeiras com ativos totais superiores a US\$ 100 bilhões. Neste ranking, Santander BR aparece em primeiro, Itaú em quinto e Bradesco na décima posição. Somente os acionistas do banco Itaú receberam R\$ 17,6 bilhões em dividendos e juros sobre capital próprio (JCP) em 2017. Essa enorme soma de dinheiro equivale a nada menos que 70,6% do lucro líquido do exercício (Itaú, 2018)<sup>37</sup> e é o maior valor já pago por uma empresa brasileira de capital aberto.

É por meio dos dividendos das instituições financeiras, dentre outras empresas em geral, que boa parte dos juros da dívida pública são repassados aos acionistas pessoas físicas. No entanto, estes podem ser considerados uma minoria absoluta. Como já observado a partir dos dados da Anbima, as contas classificadas como *varejo*, responsáveis por 91,6 % de todas as contas, detêm apenas 5,3% dos investimentos em renda variável. Já as contas classificadas como *alta renda e private banking* possuem 94,7% de participação nesse tipo de investimento. Além disso, os grandes investidores (os super-ricos), costumam receber estes dividendos por meio *holdings* ou empresas familiares, por onde concentram todas as suas participações acionárias em outras companhias. Estes recursos, portanto, não são contabilizados nas estatísticas da Anbima e do IRPF.

Para agravar o quadro da concentração financeira no Brasil, a parcela da renda do capital recebida como dividendos é totalmente isenta de tributos. Ou seja, o imposto de renda atinge proporcionalmente menos os rendimentos dos mais ricos, uma vez que a maior parte da renda desse segmento vêm de fontes isentas pelo IRPF, como lucros e dividendos distribuídos aos sócios de empresas. Segundo pesquisa da Organização das Nações Unidas (ONU, 2016), entre os países da OCDE<sup>38</sup> somente a Estônia oferece esse tipo de isenção tributária. Embora o lucro das empresas já tenham sido tributados como pessoa jurídica, em termos de distribuição de renda existe uma diferença bastante grande entre o lucro das empresas e os rendimentos dos acionistas. Ainda mais se tratando de empresas de grande porte, que possuem a capacidade de repassar os custos dos tributos aos preços de seus produtos ou serviços. “Em média, a tributação total do lucro (somando pessoa jurídica e pessoa física) chega a 48 por cento nos países da OCDE (sendo 64% na França, 48% na

---

<sup>37</sup> <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/o-itaubanco/remuneracao-aos-acionistas>

<sup>38</sup> Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

Alemanha e 57% nos Estados Unidos). No Brasil, com as isenções de dividendos e outros benefícios tributários, essa taxa cai abaixo de 30% (ONU, 2016).”

Além disso, as aplicações financeiras de qualquer valor se beneficiam de uma baixa tributação, que no Brasil fica em torno de 15%, conforme o tempo da aplicação, enquanto os salários são taxados a um imposto progressivo, cuja alíquota máxima de 27,5% atinge níveis muito baixos de renda (acima de R\$ 4,7 mil de renda mensal).

Dessa maneira, o governo brasileiro concentra sua arrecadação nos impostos que incidem sobre o consumo de bens e serviços. Tal política fiscal impacta com mais intensidade os mais pobres. Por outro lado, a política tributária é bastante generosa em relação aos tributos sobre o capital financeiro. Este sistema tributário, que desrespeita os princípios constitucionais da progressividade e da capacidade contributiva, em conjunto com as altas taxas de juros brasileiros, são os ingredientes para o crescimento cada vez maior da desigualdade entre a grande base e o restrito topo da distribuição de renda.

Um claro exemplo desse mecanismo é retratado em artigo da revista Exame (2018), mostrando que mesmo o Brasil passando por grave recessão, três das famílias com maior participação acionária no banco Itaú receberam o montante de R\$ 9,1 bilhões em dividendos nos últimos cinco anos. Um terço desse valor foi pago somente em 2017. Segundo a reportagem, durante este período o total distribuído em dividendos pelo Itaú somou R\$ 46,6 bilhões. “A família Moreira Salles recebeu do Itaú R\$ 4,12 bilhões em dinheiro ao longo de cinco anos, enquanto os Setúbal levaram R\$ 1,72 bilhão e os Villela, R\$ 3,25 bilhões.” (EXAME, 2018). Estes dividendos, completamente livres de impostos<sup>39</sup>, foram pagos para um conjunto de famílias das mais ricas do mundo, demonstrando o alto grau de privilégios que o topo mais rico brasileiro detém em relação às elevadas taxas de juros e ao sistema tributário aqui praticados.

---

<sup>39</sup> Imposto de renda pessoa física.

## 6 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Em resumo, os dados apresentados neste trabalho revelam que o Brasil é um país de extrema desigualdade econômica, que combina uma alta concentração da riqueza financeira e um crescimento da renda sobre o capital a taxas muito superiores aos rendimentos do trabalho. Como consequência, gera o favorecimento a uma pequena parcela da população mais rica, que ao obter a maior parte de seus rendimentos a partir dos ganhos do capital, é a maior beneficiária dos juros aqui praticados. Além do que, as aplicações financeiras e distribuição de dividendos ainda contam com generosas vantagens tributárias frente aos demais setores da economia, o que contribui ainda mais para o aumento desta concentração no topo mais rico da população.

Os detentores da dívida pública revelaram uma enorme influência dos bancos sobre praticamente todos os grupos demandantes de títulos públicos. Estas instituições funcionam como verdadeiros conglomerados financeiros, com participação em corretoras de valores, gestoras de investimentos, seguradoras e administradoras de planos de previdência privada. Além de suas tesourarias, foi demonstrado que os bancos são responsáveis pela maioria absoluta do volume financeiro dos fundos de investimentos e fundos previdenciários. Estes dois grupos são responsáveis por mais de 50% de participação na Dívida Pública Federal. Os bancos também se beneficiam dos juros pagos pelas operações compromissadas realizadas com o Banco Central. Estas operações não são contabilizadas na metodologia da Dívida Pública Federal, no entanto, representam um montante equivalente a 32% da DPF. Quando se analisa a elevada rentabilidade destas instituições, percebe-se que praticamente não se alteraram nos últimos dois anos - período marcado por decréscimo do volume de crédito e por grande provisionamento contra devedores duvidosos.

A ampla e intensa participação dos bancos na dívida pública brasileira, seja por meio de suas tesourarias, seja pelas operações compromissadas ou pela grande participação sobre demais detentores, faz com que as instituições bancárias estejam entre as maiores beneficiárias por trás das elevadas taxas de juros praticadas no Brasil.

Outro ponto levantado foi a grande concentração dos investimentos financeiros. De acordo com os dados da Anbima e sua classificação dos investidores em três

segmentos – *varejo*, *alta renda* e *private banking*, 64% de todo montante financeiro está reunido na mão de apenas 8% do total das contas. Levando em consideração somente 0,16% das contas dos “super-ricos” (*private banking*) temos que estas concentram nada menos que 34% de todas as aplicações.

A concentração também se dá por classes de investimentos. O segmento *varejo* reúne a maior parte das suas aplicações em cadernetas de poupança, modalidade de fácil acesso para a maioria da população, mas que rende muito menos que os demais investimentos. Em alguns anos, a poupança já apresentou retornos negativos quando descontada da inflação.

Por outro lado, os grupos *alta renda* e *private banking* investem em torno de 50% do total das suas aplicações em fundos de investimento. Estes fundos contam com gestões altamente especializadas e conseguem se beneficiar das altas taxas de juros pagas no Brasil. Como já visto, os fundos de investimentos são os maiores detentores da Dívida Pública Federal, com quase 30% de seu montante.

O mesmo acontece em relação aos fundos de previdência privada. Conforme demonstrado no capítulo anterior, apenas 10% dos brasileiros contam com este mecanismo de poupança. O acesso a este tipo de investimento também aumenta quanto mais elevada for a renda do indivíduo.

Dessa maneira, não somente o Brasil apresenta uma grande concentração da riqueza financeira, como o acesso às melhores modalidades de investimentos privilegiam aqueles com maior renda. Os dados da Anbima confirmam que os juros pagos aos detentores de 52,6% da Dívida Pública Federal (fundos de investimentos e fundos de previdência) convergem em sua grande maioria para os grupos *alta renda* e *private banking*. Os dois grupos juntos detém 84,3% de todos os recursos em fundos de investimentos.<sup>40</sup>

Olhando para o resultado de diversas pesquisas recentes sobre a desigualdade que se valeram dos dados do IRPF, se chegou a conclusão, que, mesmo com um crescimento da renda na última década para todas as faixas econômicas da população, o rendimento do topo mais rico cresceu num ritmo ainda mais forte. O que se observou foi que a desigualdade total não caiu em razão dos ganhos com capital terem sido muito superiores a queda na desigualdade no trabalho. Desse modo, as taxas de juros praticadas no país podem ser consideradas as grandes

---

<sup>40</sup> Nas estatísticas da Anbima os fundos previdenciários são contabilizados como fundos de investimento.

responsáveis por esse crescimento acelerado dos rendimentos do capital frente aos ganhos com o trabalho.

No caso dos rendimentos do capital financeiro, esta discrepância pode ser observada a partir de uma simples apuração dos juros reais. Para o intervalo de 1995 a 2002, a média foi 16% de juros reais anuais, enquanto os rendimentos do trabalho tiveram uma queda de -1,05% ao ano para o mesmo intervalo. Já, para o período de 2003 a 2017, esse número cai para 6% ao ano de juros reais, contra uma taxa de crescimento de 1,1% a.a. do rendimento do trabalho. Observa-se, assim, um resultado para todo o período (1995-2017) claramente favorável às aplicações financeiras.

Já, os dados da Anbima demonstram que a riqueza financeira cresce de forma mais acelerada para as grupos mais ricos. Os segmentos *alta renda* e *private banking* cresceram a uma taxa de 55% e 45,3%, respectivamente, para o período de 2014 a 2017, enquanto o segmento *varejo* cresceu a uma taxa bem menor, de 18,1%, para o mesmo intervalo. Este resultado está diretamente relacionado com os instrumentos de investimentos utilizados por cada grupo. Como já mencionado acima, o segmento *varejo* mantém a maior parte de suas aplicações em cadernetas de poupança, que tendem a render muito menos que fundos de investimentos, títulos e valores mobiliários de renda fixa, nos quais os grupos *alta renda* e *private banking* mantém a maior parte de seus recursos. Além disso, os grupos *alta renda* e *private banking*, em razão de suas maiores somas de recursos, conseguem ter acesso a produtos diferenciados de captação. Desta maneira, estes dois grupos tendem a se beneficiar muito mais das elevadas taxas de juros da dívida pública.

Quando analisamos as declarações de imposto de renda para pessoa física é possível confirmar facilmente esta concentração da renda e da riqueza. No ponto, existe uma clara tendência de crescimento do percentual de *rendimentos isentos* e dos *tributados exclusivamente na fonte* conforme aumenta o nível da renda. O topo mais rico da distribuição, por exemplo, representado por 67.934 (0,2%) indivíduos com renda superior a R\$ 1,832 milhão por ano, apresentou nada menos que 88% de sua renda a partir de rendimentos isentos e rendimentos tributados exclusivamente na fonte. Nestes grupos de rendimentos é que estão concentrados a maior parte dos ganhos sobre capital. Além disso, podemos depreender que este nível de rendimentos não são provenientes de aposentadorias, pensões ou de décimo terceiro salários. Muito menos dos rendimentos isentos das cadernetas de poupança, uma vez que este

grupo investe muito pouco neste tipo de aplicação, com uma parcela de apenas 0,23% do volume total. Assim, podemos deduzir que a quase totalidade desses valores são oriundos de rendimentos do capital, sendo que uma parte bastante significativa tem origem no capital financeiro. O mesmo ocorre com as outras faixas dos declarantes mais ricos, em que as somas dos rendimentos isentos e dos tributados exclusivamente na fonte apresenta grande participação no total dos ganhos.

Por outro lado, os rendimentos tributáveis, que são em sua maioria provenientes do trabalho, apresentam movimento inverso, concentrando a maioria dos recursos nas faixas de rendas intermediárias.

Quando foi analisada a fração que cada faixa de renda detém em relação aos diferentes rendimentos, a tendência não é diferente. Temos que aqueles mesmos 0,2% dos declarantes acumulam 14% de toda a renda declarada no IRPF, 30,6% de todo rendimento isento e de 28,4% do rendimento com tributação exclusiva. Ou seja, 67.934 pessoas detém em torno de 30% do total desses dois grupos de rendimento, revelando o nível de extrema concentração de renda no Brasil.

Já, ao olhar para os 20,5% mais ricos (5,73 milhões de pessoas), observamos que estes são responsáveis por 64% do rendimento total declarado, nada menos do que 84,1% dos rendimentos isentos e 77,2% dos rendimentos tributados exclusivamente na fonte. Segundo os dados da Receita Federal (2017), estes 20,5% mais ricos são aqueles com rendimentos acima de R\$ 9,5 mil mensais.

Considerando que os outros 79,5% da população recebem apenas 15,9% e 22,8% dos rendimentos isentos e tributados exclusivamente na fonte respectivamente, e que grande parte desses rendimentos têm origem em ganhos com poupança, décimo terceiro salários, aposentadorias e benefícios sociais, pode-se facilmente concluir que este grupo apresenta participação quase nula nos rendimentos do capital e, portanto, não são aqueles que se beneficiam dos juros da dívida pública brasileira.

Ressalta-se que este quadro pode ser ainda mais grave, um vez que se trata de declarações espontâneas dos contribuintes junto à Receita Federal. Não existem dados seguros sobre o percentual da renda e bens que podem simplesmente estar sendo evadidos ou mesmo maquiados por meio de pessoa jurídicas, como empresas ou *holdings* familiares.

O caminho que os juros da dívida pública percorre até chegar aos seus detentores pessoas físicas pode se dar de duas formas: 1) *rendimentos sujeitos à tributação exclusiva* e 2) *rendimentos isentos*. No caso dos *rendimentos sujeitos à*

*tributação exclusiva*, as *aplicações financeiras*, com pagamentos em 2017 no montante de R\$ 83,37 bilhões, figuram como o principal canal de transmissão dos juros da dívida. A divulgação das informações do IRPF não permite detalhar esta rubrica de modo a descobrir a percentagem de cada rendimento por sua respectiva aplicação. No entanto, de acordo com a Anbima, a maior parcela desses investimentos são feitos por meio de fundos de investimentos, ou por intermédio dos Certificados de Depósito Bancário (CDB). Cadernetas de poupança e ativos com lastro imobiliário ou agrícola são isentos de imposto de renda e, portanto, não fazem parte dos *rendimentos sujeitos tributação exclusiva*. Dessa forma, temos que a maior parte desses rendimentos também favorece o segmento *alta renda e private banking*. Estes dois grupos detêm nada menos que 84,1% de participação nos fundos de investimento e 76% do total em títulos e valores mobiliários de renda fixa, embora representem apenas 8,4% de todas contas de investimento.

No caso dos *rendimentos isentos*, o mecanismo como é feito o repasse dos ganhos com os juros da dívida é realizado por meio de dividendos pagos ao seus acionistas. Em 2017, esse montante atingiu o valor de R\$ 269,41 bilhões em dividendos isentos de qualquer imposto. Novamente, em razão da falta de especificação e detalhamento dos dados da Receita, não é possível conhecer a influência dos juros da dívida sobre o total dos dividendos recebidos. No entanto, podemos ter uma pequena ideia, uma vez que as empresas financeiras de capital aberto, como bancos, companhias de previdências privada e seguradoras, representaram quase a metade do total do lucro das empresas com ações em bolsa em 2017. São estas empresas financeiras que detêm a maior participação de títulos públicos da dívida.

Como visto, os bancos brasileiros, além de apresentarem uma das maiores taxas de rentabilidade sobre patrimônio do mundo, também são elencados internacionalmente como excelentes pagadores de dividendos. Somente o banco Itaú pagou 70,6% do seu lucro líquido em dividendos e juros sobre capital próprio no ano de 2017. Além disso, a recente crise econômica brasileira afetou muito pouco o balanço dos bancos, o que é um grande indicativo da influência dos juros da dívida na composição das taxas de lucro dessas instituições.

Dessa forma, são os investidores classificados como *alta renda e private banking* os grandes beneficiários destes dividendos, com participação somada de 95% dos investimentos em renda variável, segundo a Anbima. Ademais, detentores

de grandes participações acionárias em empresas de grande porte geralmente recebem dividendos por meio *holdings* ou empresas familiares, dificultando, assim, o acesso a essas informações.

Para agravar o quadro da concentração financeira do país, a parcela da renda do capital recebida como dividendos é totalmente isenta de tributos, tornando o Brasil um dos poucos países do mundo a conceder esses benefícios fiscais. Como consequência, o imposto de renda atinge proporcionalmente menos os rendimentos dos mais ricos, que como já visto, tem sua maior parcela advinda de *rendimentos isentos* ou *de tributados exclusivamente na fonte*.



## 7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base nas informações apresentadas neste trabalho, observou-se que o pagamento de valores cada vez mais elevados de juros em relação ao orçamento público, somado a distribuição destes juros ao extrato mais rico da população do país, vem agindo como propulsor da concentração de renda. Em 2017, foram pagos aproximadamente 19% do orçamento da União em juros. Além disso, temos que para o período de 1995 a 2017 foram gastos a impressionante marca de R\$ 3,9 trilhões em pagamento de juros da Dívida Pública Federal. Esses números revelam que o Brasil é um dos países que mais gasta com juros da dívida pública no mundo.

Os pagamentos desta elevada monta prejudicam diretamente o investimento em outras áreas essenciais. Para o período entre 2002-2017, o percentual somado dos recursos destinados às despesas com educação, saúde e assistência social totalizaram, em média, apenas 12,3% do total das despesas orçamentárias pagas. Este valor é menor do que o total despendido, para o mesmo período, com os juros, os quais alcançaram, em média, 16,6% dos gastos. Dessa forma, os recursos orçamentários destinados ao financiamento das políticas sociais (saúde, previdência, educação, por exemplo) ou mesmo infraestrutura (com apenas 1,6% dos gastos no período) são redirecionados para o pagamento dos juros da dívida, que detém a prioridade absoluta sobre as demais rubricas.

Além disso, os juros pagos apresentaram uma taxa de crescimento entre 2002-2017 (218%), muito maior que o aumento das despesas totais do governo (86%), ou mesmo que a taxa de crescimento da Previdência (117%). Neste ponto, cabe ressaltar o exagero e a insistência de inúmeros comentaristas econômicos na grande mídia sobre os elevados gastos com a previdência e o risco de quebra deste sistema social, mas poucos comentam sobre o custeio da dívida pública, como se fosse algo intocável pelo governo e alheio aos interesses da sociedade.

Como foi demonstrado no Capítulo 1, a existência da dívida pública não deve ser considerada como algo ruim em si. A tomada de empréstimos pelo governo funciona como uma drenagem das reservas bancárias de modo que o Banco Central possa estabilizar a taxa de juros escolhida por ele. Seu uso como principal instrumento da política monetária é, portanto, normal e legítimo na maioria dos Estados modernos.

No entanto, as elevadas taxas de juros dos títulos públicos tornam este instrumento muito custoso para o país. Mesmo com a recente queda da taxa Selic

para 6,5%, em março de 2018, o custo médio do estoque da Dívida Pública Federal ainda era de 10,32% para este mesmo mês, um valor muito elevado quando se considera o quadro internacional.

Em relação aos principais detentores da dívida pública, observou-se que os bancos atuam como verdadeiros conglomerados financeiros, detendo enorme influência sobre praticamente todos os outros setores demandantes de títulos públicos. Além de suas tesourarias, foi demonstrado que os bancos são responsáveis pela maioria absoluta do volume financeiro tanto dos fundos de investimento como dos de previdência privada. Embora se possa argumentar que a origem dos recursos desses fundos venha em grande parte dos investidores pessoa física, as instituições bancárias cobram elevadas taxas de administração e de desempenho sobre estes recursos. Além disso, os bancos também se beneficiam diretamente dos juros pagos pelas operações compromissadas com o Banco Central. Destaca-se que estas últimas representam quase um terço de toda DPF.

No Brasil, o setor bancário é concentrado, basicamente, nas mãos de apenas cinco empresas, as quais possuem mais de 80% de todos os ativos financeiros (VALOR ECONÔMICO, 2018). Por consequência, estas instituições detêm, direta ou indiretamente, a maior parcela da dívida pública nacional.

Assim, pode-se concluir facilmente que estes cinco bancos são uns dos maiores beneficiários por trás das elevadas taxas de juros praticadas no Brasil.

A classificação da Anbima dos investidores em *varejo*, *alta renda* e *private banking* fornecem importantes informações a respeito da riqueza financeira no país, demonstrando como desigualdade pode ser vista através da relação do público com o mercado bancário. Dessa maneira, os dados apresentados demonstraram que o Brasil é um país de elevada concentração da riqueza financeira, cujo acesso às melhores modalidades de investimentos privilegiam aqueles com maior renda.

O segmento *varejo* concentra a maior parte de suas aplicações em cadernetas de poupança, modalidade de investimento de fácil acesso, porém com uma rentabilidade muito inferior às demais e que não se relaciona com os juros da dívida. Por outro lado, os grupos *alta renda* e *private banking* aplicam a maior parte de seu dinheiro em fundos de investimento e em aplicações financeiras de renda fixa (CDB). Demonstra-se, assim, que o volume de recursos é decisivo ao acesso às melhores aplicações financeiras – as quais beneficiam-se das elevadas taxas de juros brasileiras.

Outro efeito que pode ser notado é a taxa de crescimento desigual da riqueza financeira, que apresentou um aumento muito superior para os grupos *alta renda e private banking* em relação ao *varejo*, demonstrando a significativa influência dos juros na rentabilidade das aplicações financeiras.

Em suma, temos o seguinte panorama: uma grande concentração da riqueza financeira nas mãos de poucos, que é acentuada pelas altas taxas de juros pagas aos melhores tipos de investimento e, por consequência, uma aceleração constante da desigualdade socioeconômica no país.

Em termos práticos, os números da Anbima confirmam que os juros pagos aos detentores de 52,6% da Dívida Pública Federal (fundos de investimentos e fundos de previdência) convergem em sua grande maioria para os grupos *alta renda e private banking*.

A situação ficou ainda mais clara a partir do cruzamento dos dados da Anbima com as declarações de imposto de renda pessoa física. Notou-se uma tendência de crescimento do percentual de rendimentos isentos e dos tributados exclusivamente na fonte conforme aumentava o nível da renda. Nestes grupos de rendimentos é que estão concentrados a maior parte dos ganhos sobre capital. Ou seja, o grupo mais rico da distribuição (0,2% dos declarantes), por exemplo, apresentou nada menos que 88% de sua renda a partir de rendimentos isentos e rendimentos tributados exclusivamente na fonte.

Na mesma linha, quando pegamos os 20,5% dos declarantes com maiores rendimentos (acima de R\$ 9,5 mil mensais), observamos que estes são responsáveis por 84,1% do total dos rendimentos isentos e 77,2% do total dos rendimentos tributados exclusivamente na fonte. Dessa maneira, pôde-se observar a enorme participação dos rendimentos do capital conforme aumenta-se o nível de renda analisado.

Por fim, considerando que os outros 79,5% da população recebem apenas 15,9% dos rendimentos isentos e 22,8% dos rendimentos tributados exclusivamente na fonte, e que grande parte desses rendimentos têm origem em ganhos com poupança, décimo terceiro salários, aposentadorias e benefícios sociais, pode-se facilmente concluir que este grupo tem participação praticamente nula nos rendimentos do capital. E, portanto, acabam não se beneficiando dos juros da dívida pública brasileira.

Ressalta-se que, a divulgação das informações do IRPF não permite detalhar

os rendimentos isentos e tributados exclusivamente na fonte para cada classe de rendimentos, de modo que seja possível estimar a participação dos juros da dívida dentro de cada grupo. No entanto, o cruzamento das declarações do IRPF com dados da Anbima nos permitiu ter uma ideia do protagonismo das classes de maior renda nas aplicações com tributação exclusiva na fonte.

Em relação aos rendimentos isentos, a sistemática não é diferente. O repasse dos ganhos com os juros da dívida pública é realizado por meio de dividendos pagos ao seus acionistas. Neste caso, é possível perceber a sensível influência dos juros da dívida sobre o total dos dividendos recebidos, uma vez que as empresas financeiras de capital aberto foram responsáveis por quase metade do lucro das empresas com ações em bolsa em 2017. Nesse ano, foram distribuídos R\$ 269,41 bilhões em dividendos isentos de qualquer imposto.

Podemos considerar os investidores classificados como *alta renda e private banking* como os grandes beneficiários destes dividendos, com participação somada de 95% dos investimentos em renda variável, segundo a Anbima. Ademais, detentores de grandes participações acionárias em empresas de grande porte recebem dividendos por meio *holdings* ou empresas familiares, não sendo computadas nos dados do IRPF.

Denota-se, assim, que os maiores beneficiários de todo o mecanismo destorcido dos juros brasileiros são as instituições financeiras e um pequeno número de indivíduos classificados pela Anbima como *alta renda e private banking* (8,5% do total de investidores). Estes grupos concentram, de modo profundamente desproporcional, a maior parte da riqueza financeira e da renda no país, e, além do que, têm acesso as melhores modalidades de investimento. Por fim, e acentuando ainda mais a discrepância, a maior parte dos ganhos deste seletos grupos é proveniente dos rendimentos do capital, sendo que boa parte deles oriundos do capital financeiro, conforme demonstrou a análise feita a partir das declarações de IRPF.

Para a atenuação deste quadro evidentemente injusto e que é responsável por grande parte do atraso econômico do Brasil, sugere-se medidas executivas e legislativas em prol da progressividade dos tributos, de modo a, pelo menos, amenizar tais distorções na concentração da renda. Toma-se como proposta, a eventual retomada da cobrança de impostos sobre dividendos – extinta em 1996, o que ajudaria não só a ampliar as receitas fiscais num momento de recessão, como também teria a função de distribuir melhor a renda, fazendo com que os segmentos mais ricos da

sociedade contribuíssem mais com o erário, com vistas a um sistema econômico mais solidário.

Finalmente, é importante reforçar que a discussão sobre o peso dos juros da dívida no orçamento é essencial à formulação de políticas públicas, tanto na seara social quanto nas que garantam o investimento necessário à sustentação do emprego e da renda.

## REFERÊNCIAS

ANBIMA. **DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO VAREJO E PRIVATE BANKING**: Coletiva de imprensa – 2017. São Paulo: Anbima, 2018. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/data/files/5A/36/26/F8/9C9B16101DBD0B16A8A80AC2/Coletiva\\_varejo\\_e\\_private.pdf](http://www.anbima.com.br/data/files/5A/36/26/F8/9C9B16101DBD0B16A8A80AC2/Coletiva_varejo_e_private.pdf)>. Acesso em: 06 jun. 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012. 374 p.

Banco Central do Brasil. **Séries temporais**: Dívida Líquida e Necessidades de Financiamento do Setor Público. 2018. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?serietemp>>. Acesso em: 15 abr. 2018.

BANCO MUNDIAL. **Taking on inequality**: poverty and shared prosperity 2016. Washington, 2016. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/25078/9781464809583.pdf>>. Acesso em: 21 mar. 2017.

BAUMAN, Zygmunt. **A riqueza de poucos beneficia todos nós?** Rio de Janeiro: Zahar, 2015. 104 p.

BITTENCOURT, Jeferson Luis. A base de investidores da Dívida Pública Federal no Brasil. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (Org.). **Dívida Pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009. p. 383-413.

BORGES, Bráulio. **Dívida bruta ou dívida líquida, eis a questão**. 2017. Disponível em: <<http://www.joserobertoafonso.com.br/divida-bruta-ou-divida-liquida-borges/>>. Acesso em: 14 abr. 2018.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. **Economia Monetária e Financeira**: Teoria e Política. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007. 385 p.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Bancarização e financeirização**. 2015. In: BRASIL Debate Disponível em: <http://brasildebate.com.br/bancarizacao-e-financeirizacao/>. Acesso em: 31 maio 2018.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Concentração da riqueza financeira: renda do capital X renda do trabalho**. 2016. Disponível em: <https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2016/01/22/renda-do-capital-x-renda-do-trabalho-e-concentracao-da-riqueza-financeira/>. Acesso em: 01 jun. 2018.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Renda do Capital versus Renda do Trabalho**: 2003-2014 X 1995-2002. 2015. Disponível em: <<https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2015/11/15/renda-do-capital-versus-renda-do-trabalho/>>. Acesso em: 02 jun. 2018.

CREDIT SUISSE. **Global Wealth Report 2010**. Zurich: Credit Suisse, 2010. Disponível em: <<https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/index.cfm?fileid=88DC32A4-83E8-EB92-9D57B0F66437AC99>>. Acesso em: 14 mar. 2017.

CREDIT SUISSE. **Global Wealth Report 2015**. Zurich: Credit Suisse, 2015. Disponível em: <<https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/?fileID=F2425415-DCA7-80B8-EAD989AF9341D47E>>. Acesso em: 14 mar. 2017.

DIEESE. **Desempenho dos bancos em 2016**. São Paulo: Dieese, 2017. Disponível em: <<https://www.dieese.org.br/desempenhodosbancos/2016/desemprenhoDosBancos2016.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

DIEESE. **Desempenho dos bancos em 2017**. São Paulo: Dieese, 2018. Disponível em: <<https://www.dieese.org.br/desempenhodosbancos/2018/desemprenhoDosBancos2017.pdf>>. Acesso em: 13 jun. 2018.

ECONOMÁTICA. **Bancos brasileiros em destaque entre 466 bancos de diversos países do mundo**. São Paulo: Economática, 2017. Disponível em: <<https://economica.com/estudos/data/20171002a.pdf>>. Acesso em: 13 jun. 2018.

**EXAME: Famílias donas do Itaú receberam R\$ 9 bilhões em dividendos na crise**. São Paulo: Abril, 30 abr. 2018. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/negocios/familias-donas-do-itaui-receberam-r-9-bilhoes-em-dividendos-na-crise/>>. Acesso em: 03 maio 2018.

**FOLHA DE SÃO PAULO: Só 10% dos brasileiros têm previdência privada, indica Datafolha**. São Paulo, 01 maio 2017. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/05/1880030-so-10-dos-brasileiros-tem-previdencia-privada-indica-datafolha.shtml>>. Acesso em: 01 jun. 2018.

HIGA, A.; AFONSO, J. **Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil**. Brasília: Centro de Estudos da Consultoria do Senado, 2009 (Texto para Discussão, n. 66).

IBGE. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios: Síntese de indicadores 2014**. Rio de Janeiro: IBGE, 2015. Disponível em: <<https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv94935.pdf>>. Acesso em: 23 abr. 2017.

MONEY TIMES. **Lucro das empresas de capital aberto cresce 17% e soma R\$ 144 bi em 2017**. Disponível em: <<https://moneytimes.com.br/fast/lucro-das-empresas-de-capital-aberto-cresce-17-e-soma-r-144-bi-em-2017/>>. Acesso em: 19 jun. 2018.

MORGAN, Mark. **Falling Inequality beneath Extreme and Persistent Concentration: New Evidence for Brazil Combining National Accounts, Surveys and**

Fiscal Data, 2001-2015. Paris: Wid, 2017. Disponível em: <<http://wid.world/document/extreme-persistent-inequality-new-evidence-brazil-combining-national-accounts-surveys-fiscal-data-2001-2015-wid-world-working-paper-201712/>>. Acesso em: 12 dez. 2017.

NEWLANDS JUNIOR, Carlos Arthur. **Sistema Financeiro e Bancário**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

OCDE. **Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising**, 2011. Disponível em <<http://www.oecd.org/els/soc/49170768.pdf>> Acesso em 01/11/2014.

ONU. **Brasil é paraíso tributário para super-ricos, diz estudo de centro da ONU**. 2016. Centro Internacional de Políticas para o Crescimento Inclusivo (IPC-IG). Disponível em: <<https://nacoesunidas.org/brasil-e-paraíso-tributário-para-super-ricos-diz-estudo-de-centro-da-onu/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

OXFAM. **Uma economia para os 99%**. Oxford: Oxfam, 2017. 53 p. Disponível em: <[https://www.oxfam.org.br/sites/default/files/economia\\_para\\_99-relatorio\\_completo.pdf](https://www.oxfam.org.br/sites/default/files/economia_para_99-relatorio_completo.pdf)>. Acesso em: 12 jul. 2017.

PIKETTY, Thomas. **A Economia da Desigualdade**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2015. 144 p.

PIKETTY, Thomas. **O Capital no século XXI**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014. 672 p.

PINHEIRO, Vinícius; MOREIRA, Talita. Lucro de grandes bancos cresce 21%. **Valor Econômico**. São Paulo, 23 fev. 2018. Disponível em: <[www.valor.com.br/financas/5341329/lucro-de-grandes-bancos-cresce-21](http://www.valor.com.br/financas/5341329/lucro-de-grandes-bancos-cresce-21)>. Acesso em: 29 fev. 2018.

PROGRAMA DAS NAÇÕES UNIDAS PARA O DESENVOLVIMENTO (PNUD). **Relatório de Desenvolvimento Humano 2010: A Verdadeira Riqueza das Nações**. Nova York: Pnud, 2010.

Receita Federal. **Grandes Números das Declarações do Imposto de Renda das Pessoas Físicas**. 2018. Disponível em: <<http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/11-08-2014-grandes-numeros-dirpf/grandes-numeros-dirpf-capa>>. Acesso em: 25 nov. 2017.

Secretaria do Tesouro Nacional. **FAQ: Dívida Pública - Conceitos Básicos**. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/conceitos-basicos-faq>>. Acesso em: 21 set. 2017.

Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório Mensal da Dívida Pública Federal**: Dezembro/2008. Brasília: Tesouro Nacional, 2008. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/187568/relatorio\\_dez08.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/187568/relatorio_dez08.pdf)>. Acesso em: 15 dez. 2017.

Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório Anual da DPF 2017**. Brasília: Secretaria



do Tesouro Nacional, 2018. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269444/RAD+2017/73b6e764-0a77-4c99-9f79-3a3d9e7c5c>>. Acesso em: 17 abr. 2018

Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório Mensal da Dívida Pública**: Abril/2018. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2018. 21 p. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/660409/Texto\\_RMD\\_Abr\\_18.pdf/23234dbd-a008-486e-a384-7e4e82e3c3e1](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/660409/Texto_RMD_Abr_18.pdf/23234dbd-a008-486e-a384-7e4e82e3c3e1)>. Acesso em: 17 maio 2018.

Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório Mensal da Dívida Pública Federal**: Dezembro/2011. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2011. 21 p. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/187568/relatorio\\_dez11.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/187568/relatorio_dez11.pdf)>. Acesso em: 12 mar. 2018.

Secretaria do Tesouro Nacional. **Séries Históricas**. 2018. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/modelo-artigo-siafi/-/asset\\_publisher/G4pwX6fShrZj/content/series-historicas](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/modelo-artigo-siafi/-/asset_publisher/G4pwX6fShrZj/content/series-historicas)>. Acesso em: 12 mar. 2017.

SERRANO, Franklin; PIMENTEL, Kaio. **Será que "Acabou o Dinheiro"? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana**. 2016. Disponível em: <<http://www.excedente.org/artigos/financiamento-do-gasto-publico-e-taxas-de-juros-em-paises-de-moeda-soberana-aspectos-teoricos-e-o-caso-do-brasil/>>. Acesso em: 23 mar. 2017.

SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira de. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (Org.). **Dívida Pública : a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009. p. 101-128.

SOUZA, Pedro Herculano Guimarães Ferreira de. **A desigualdade vista do topo: a concentração de renda entre os ricos no Brasil, 1926-2013**. 2016. 378 f. Tese (Doutorado) - Curso de Sociologia, Unb, Brasília, 2016.

**VALOR ECONÔMICO: Crise coloca sob holofotes poder de mercado dos bancos**. São Paulo, 21 mar. 2018. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/5398285/crise-coloca-sob-holofotes-poder-de-mercado-dos-bancos>>. Acesso em: 22 jun. 2018.

VALOR ECONÔMICO. **Ranking Valor 1000: As 50 maiores seguradoras**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor1000/2016/ranking50maioresseguradoras>>. Acesso em: 10 fev. 2018.

**VALOR ECONÔMICO: Rendimento dos ricos aumenta mais e freia queda da desigualdade**. São Paulo, 21 set. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/5127806/rendimento-dos-ricos-aumenta-mais-e-freia-queda-da-desigualdade>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

WRAY, L. Randall. **Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços**. Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto, 2003. 248 p.

## ANEXO 1 – CONSULTA NÚMERO DE DETENTORES



MINISTÉRIO DA FAZENDA  
Secretaria Executiva  
Subsecretaria de Planejamento, Orçamento e Administração

### SERVIÇO DE INFORMAÇÃO AO CIDADÃO Lei nº 12.527/2011

Resposta ao Formulário nº: 16853.007192/2017-31 - Recurso 2ª instância

Brasília, 31 de outubro de 2017.

Prezado(a) Senhor(a),

Com relação as informações dos pagamentos de juros e amortização da Dívida Pública Federal pagos nos anos 1990, encaminhamos arquivo em excel (anexo) para consulta. Informamos que estes e outros dados podem ser consultados no link a seguir  
- Séries Temporais:

<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/modelo-artigo-siafi/-/content/series-historicas>

[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/352024/Despesa\\_Grupo.xls](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/352024/Despesa_Grupo.xls)

Quanto ao seu segundo pedido que requer o "número de detentores da dívida em cada categoria", ratificamos as informações prestadas anteriormente onde esclarecemos que os títulos da Dívida Mobiliária Federal Interna são emitidos e registrados sob a forma escritural em duas centrais de custódia de títulos distintas, SELIC e B3 – Brasil Bolsa Balcão, cada qual com seus próprios procedimentos de

registro. Desta forma o Tesouro Nacional, como emissor, não é o órgão primário das informações de detentores, as quais são geradas pelas centrais de custódia.

Desta forma, os dados publicados pelo Tesouro Nacional no Relatório Mensal e Anual da Dívida Pública são fornecidos pelas referidas centrais de custódia e no formato e no nível de granularidade permitido por força da Lei Complementar nº 105, de 10.1.2001.

Desta forma, recomendamos que direcione seu pedido diretamente à SELIC e B3 - Brasil Bolsa Balcão, que são as centrais de custódia responsáveis pela geração destas informações.

Atenciosamente,

Documento assinado eletronicamente  
**SIC/Coordenação-Geral de Controle da Dívida Pública**

Autoridade Recursal - 2ª Instância: José Franco Medeiros de Moraes - Subsecretário da Dívida Pública

Resposta às Demandas do SIC STN-CODIV 0146763 SEI 16853.007192/2017-31 / pg. 1

Documento assinado eletronicamente por **Marcus Vinicius Socio Magalhães, Auditor(a) Federal de Finanças e Controle**, em 31/10/2017, às 16:42, conforme horário oficial de Brasília, com o emprego de certificado digital emitido no âmbito da ICP-Brasil, com fundamento no art. 6º, caput, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).

Nº de Série do Certificado: 1289990